

BANCO DE ESPAÑA

boletín económico

diciembre 2000

# boletín económico

diciembre 2000

BANCO DE ESPAÑA

El Banco de España difunde sus informes más importantes  
y la mayoría de sus publicaciones a través de la red  
INTERNET en la dirección <http://www.bde.es>.

# Siglas empleadas

AAPP	Administraciones Públicas	IME	Instituto Monetario Europeo
AFROS	Activos Financieros con Retención en Origen	IMSERSO	Instituto de Migraciones y Servicios Sociales
AIAF	Asociación de Intermediarios de Activos Financieros	INE	Instituto Nacional de Estadística
AIE	Agencia Industrial del Estado	INEM	Instituto Nacional de Empleo
ANFAC	Asociación Española de Fabricantes de Automóviles y Camiones	INH	Instituto Nacional de Hidrocarburos
		INI	Instituto Nacional de Industria
BCE	Banco Central Europeo	INIA	Instituto Nacional de Investigaciones Agrarias
BCN	Bancos Centrales Nacionales	INSS	Instituto Nacional de la Seguridad Social
BE	Banco de España	INVERCO	Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones
BOE	Boletín Oficial del Estado		Índice de Precios de Consumo
BPI	Banco de Pagos Internacionales	IPC	Índice de Producción Industrial
CBE	Circular del Banco de España	IPI	Índice de Precios Industriales
CCAA	Comunidades Autónomas	IPRI	Instituto Nacional de Reforma y Desarrollo Agrario
CCLL	Corporaciones Locales	IRYDA	Instituto Social de las Fuerzas Armadas
CECA	Confederación Española de Cajas de Ahorros	ISFAS	Instituciones sin fines de lucro
CFEE	Cuentas financieras de la economía española	ISFL	Impuesto sobre el Valor Añadido
CI	Cédulas para inversiones	IVA	Ley General Presupuestaria
CNAE	Clasificación Nacional de Actividades Económicas	LGP	Ley de Integración Social de Minusválidos
CNC	Confederación Nacional de la Construcción	LISMI	Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación
CNE	Contabilidad Nacional de España	MAPA	Ministerio de Comercio y Turismo
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores	MCT	Mercado Español de Futuros Financieros
CNTR	Contabilidad Nacional Trimestral de España	MEFFSA	Ministerio de Economía y Hacienda.
CRM	Certificado de Regulación Monetaria	MEH	Ministerio de Industria y Energía
CTNE	Compañía Telefónica Nacional de España	MINER	Ministerio de Trabajo y Asuntos Sociales
DE	Departamento Extranjero del Banco de España	MTAS	Mutualidad General de Funcionarios de la Administración Civil del Estado
DEG	Derechos Especiales de Giro	MUFACE	Mutualidad General Judicial
DGA	Dirección General de Aduanas		Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos
DGT	Dirección General de Tráfico	MUGEJU	Organización de Cooperación y Desarrollo Económico
DGTE	Dirección General de Transacciones Exteriores	NAP	Asociación de Fabricantes de Cemento de España
DGTFP	Dirección General del Tesoro y Política Financiera	OCDE	Otras Instituciones Financieras Monetarias
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas	OFICEMEN	Orden Ministerial
ECAOL	Entidades de Crédito de Ámbito Operativo Limitado	OIFM	Organismos Autónomos
EEUU	Estados Unidos de América	OM	Otras Administraciones Públicas
EERR	Entidades Registradas	OAAA	Organización de Países Exportadores de Petróleo
EFC	Establecimientos Financieros de Crédito	OQAAPP	Plan de Empleo Rural
ENDESA	Empresa Nacional de Electricidad	OPEP	Presupuestos Generales del Estado
EOC	Entidades Oficiales de Crédito	PER	Producto Interior Bruto
EONIA	Índice medio del tipo de interés del euro a un día (Euro Overnight Index Average)	PGE	Producto Interior Bruto a Precios de Mercado
	Encuesta de Población Activa	PIB	Producto Nacional Bruto
EPA		PIBpm	Préstamos de Regulación Monetaria
EURIBOR	Tipo de interés de oferta de los depósitos interbancarios en euros (Euro Interbank Offered Rate)	PNB	Real Decreto
	Fondos de Ayuda al Desarrollo	PRM	Red Eléctrica
FAD	Fondo de Desarrollo Ganadero	RD	Red Nacional de Ferrocarriles Españoles
FDG	Fondo Europeo de Desarrollo Regional	REE	Residuos Sólidos Urbanos
FEDER	Fondo Español de Garantía Agraria	RENFE	Servicio Reforzado de Ajuste Estructural
FEGA	Fondo Europeo de Orientación y Garantía Agrícola	RSU	Asociación de Empresas Constructoras de Ámbito Nacional
FEOGA	Fondos de Garantía de Depósitos	SRAE	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
FGD	Fondos de Inversión en Activos del Mercado Monetario	SEOPAN	Sociedades de Inversión Mobiliaria
FIAMM	Fondos de Inversión Mobiliaria		Sociedades de Inversión Mobiliaria de Capital Variable
FIM	Fondo Monetario Internacional	SEPI	Sistema Monetario Europeo
FMM	Fondos del Mercado Monetario	SIM	Salario Mínimo Interprofesional
FOGASA	Fondo de Garantía Salarial	SIMCAV	Sociedades Mediadoras en el Mercado de Dinero
FORPPA	Fondo de Orientación y Regulación de Precios y Productos Agrícolas (extinguido)		Seguro Obligatorio de Vejez e Invalidez
	Fondo Social Europeo	SME	Tipo de Cambio Efectivo Nominal
FSE	Índice Armonizado de Precios de Consumo	SMI	Tipo de Cambio Efectivo Real
IAPC	Instituto de Crédito Oficial	SMD	Trabajadores Eventuales Agrícolas Subsidiados
ICO	Instituto para la Conservación de la Naturaleza	SOVI	Unión Europea
ICONA	Asociación Internacional de Desarrollo	TCEN	Unión Económica y Monetaria
IDA	Instituto Español de Moneda Extranjera (extinguido)	TCER	Los 11 Estados Miembros que participan en la UEM desde el 1 de enero de 1999
IEME	Instituciones Financieras Monetarias	TEAS	Unión Eléctrica, S.A.
IFM	Intervención General de la Administración del Estado	UE	Unión de Empresas Siderúrgicas
IGAE	Instituciones de Inversión Colectiva de Carácter Mobiliario	UEM	
IICM		UEM-11	
		UNESA	
		UNESID	

Siglas de países y monedas en las publicaciones del Banco Central Europeo, que se irán adoptando progresivamente en este Boletín:

Países		Monedas	
BE	Bélgica	EUR	Euro
DE	Alemania	BEF	Franco belga
ES	España	DEM	Marco alemán
FR	Francia	ESP	Peseta
IE	Irlanda	FRF	Franco francés
IT	Italia	IEP	Libra irlandesa
LU	Luxemburgo	ITL	Lira italiana
NL	Países Bajos	LUF	Franco luxemburgués
AT	Austria	NLG	Florín neerlandés
PT	Portugal	ATS	Chelín austríaco
FI	Finlandia	PTE	Escudo portugués
		FIM	Marco finlandés
DK	Dinamarca		
GR	Grecia	DKK	Corona danesa
SE	Suecia	GRD	Dracma griega
UK	Reino Unido	SEK	Corona sueca
		GBP	Libra esterlina
JP	Japón		
US	Estados Unidos de América	JPY	Yen japonés
		USD	Dólar estadounidense

De acuerdo con la práctica de la UE, los países están ordenados según el orden alfabético de los idiomas nacionales.

## Abreviaturas y signos más utilizados

M1	Efectivo en manos del público + Depósitos a la vista.
M2	M1 + Depósitos disponibles con preaviso hasta tres meses + Depósitos a plazo hasta dos años.
M3	M2 + Cesiones temporales + Participaciones en fondos del mercado monetario e instrumentos del mercado monetario + Valores distintos de acciones emitidos hasta dos años.
me	Millones de euros.
A	Avance
P	Puesta detrás de una fecha [ene (P)], indica que todas las cifras correspondientes son provisionales. Puesta detrás de una cifra, indica que únicamente esta es provisional.
$T_j^i$	Tasa de la media móvil de $i$ términos, con $j$ de desfase, convertida a tasa anual.
$m_j$	Tasa de crecimiento básico de período $j$ .
M	Referido a datos anuales (1970 M) o trimestrales, indica que estos son medias de los datos mensuales del año o trimestre, y referido a series de datos mensuales, decenales o semanales, que estos son medias de los datos diarios de dichos períodos.
R	Referido a un año o mes (99 R), indica que existe una discontinuidad entre los datos de ese período y el siguiente.
...	Dato no disponible.
—	Cantidad igual a cero, inexistencia del fenómeno considerado o carencia de significado de una variación al expresarla en tasas de crecimiento.
»	Cantidad inferior a la mitad del último dígito indicado en la serie.

# Índice

	<u>Páginas</u>
Evolución reciente de la economía española .....	9
El funcionamiento de las subastas a tipo variable en las operaciones principales de financiación del Eurosistema .....	23
La estructura por tamaño de empresas de las ramas de servicios.....	29
La dinámica de la inflación en el área del euro.....	43
Información del Banco de España.....	49
Tipos de interés activos libres declarados por bancos y cajas de ahorros. Situación a 30 de noviembre de 2000.....	51
Circulares y circulares monetarias publicadas por el Banco de España.....	55
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 21 de noviembre y el 18 de diciembre de 2000 .....	56
Registros oficiales de entidades. Entidades pendientes de baja en el Registro Oficial. Variaciones producidas entre el 21 de noviembre y el 18 de diciembre de 2000...	57
Registros oficiales de entidades. Variaciones producidas entre el 21 de junio y el 18 de diciembre de 2000.....	58
Registros oficiales de entidades. Entidades pendientes de baja en el Registro Oficial. Situación a 18 de diciembre de 2000 .....	63
Publicaciones recientes del Banco de España .....	64
Indicadores económicos .....	65
Artículos y publicaciones del Banco de España .....	125

---

# Evolución reciente de la economía española

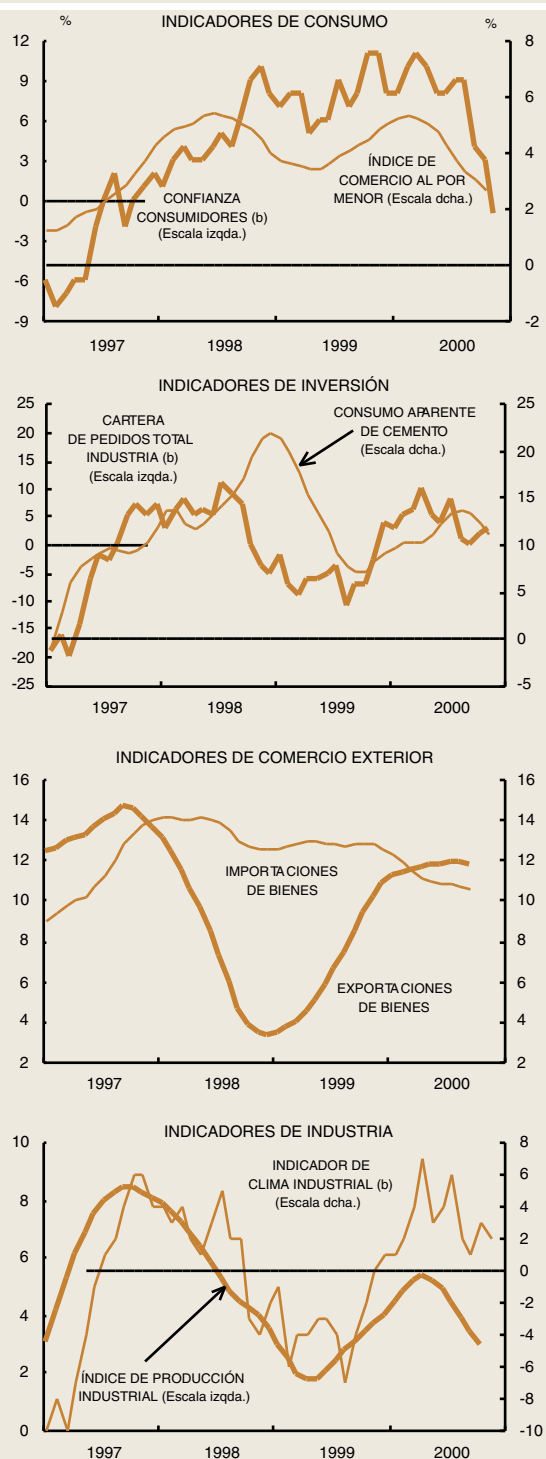
## 1. EVOLUCION DEL SECTOR REAL DE LA ECONOMIA ESPAÑOLA

Según las cifras de la Contabilidad Nacional Trimestral (CNTR) correspondientes al tercer trimestre de 2000, la economía española se ha desacelerado ligeramente en ese período, manteniendo, en cualquier caso, un ritmo de crecimiento elevado. Tras aumentar un 4,2 % en el primero y segundo trimestres, el producto interior bruto (PIB) real creció un 4,1 % en el tercero, todavía por encima de la tasa media de variación alcanzada en 1999 (4 %). Detrás de esta cifra se encuentra un menor dinamismo de la demanda nacional, debido a un avance más moderado tanto del consumo final como de la formación de capital, que, no obstante, se ha visto parcialmente compensado por una menor aportación negativa del saldo exterior neto al crecimiento del PIB: -0,1 puntos porcentuales, frente a los -0,3 puntos del segundo trimestre. Por ramas de actividad, cabe señalar la contención en el ritmo de crecimiento experimentada por la actividad en la industria y los servicios, y el avance más decidido de la producción energética y de la construcción. El empleo también suavizó muy levemente su ritmo de expansión, manteniéndose la tasa de crecimiento de la productividad aparente del trabajo en niveles similares a los del segundo trimestre. Por último, el deflactor de la demanda final aumentó un 4,8 %, igual que en el trimestre anterior, al desacelerarse el deflactor de las exportaciones, compensando así el mayor crecimiento del deflactor del consumo.

La mayor parte de los indicadores referidos al consumo privado, con información relativa en su mayor parte al cuarto trimestre, mantienen un perfil de desaceleración. En este sentido, el índice general de ventas del comercio al por menor registró una caída del 0,1 %, en términos reales, en octubre, en relación con el mismo mes del año anterior. El indicador de confianza del comercio minorista continuó su senda descendente en noviembre, tanto en lo relativo a las opiniones sobre compras a proveedores como, en menor medida, al volumen de negocios. En ese mismo mes, el indicador de confianza de los consumidores experimentó un retroceso (véase gráfico 1), debido, fundamentalmente, a una menor inclinación hacia la compra de bienes de consumo duradero, y, en menor medida, a un ligero empeoramiento en cuanto a la percepción de la situación actual y futura de los hogares. Estos datos se mantienen en línea con la evolución del índice de disponibilidades de bienes de consumo, que en el tercer trimestre creció tan solo un 0,3 % en tasa interanual. En ese período, el consumo de bienes alimenticios consolidó la tendencia de recuperación que habían iniciado en el segundo tri-

GRÁFICO 1

## Indicadores de demanda y actividad (a)



Fuentes: Comisión de la Unión Europea, Instituto Nacional de Estadística, OFICEMEN, Departamento de Aduanas y Banco de España.

(a) Tasas interanuales sin centrar, calculadas sobre la tendencia del indicador.

(b) Nivel de la serie original.

mestre, aunque manteniendo un ritmo de avance muy modesto, mientras que los no alimenticios prolongaron su perfil de desaceleración, siendo lo más relevante el notable debilitamiento de las disponibilidades de los bienes de consumo duradero, que cayeron un 1,3 % en dicho trimestre. Este retroceso queda confirmado por las matriculaciones de automóviles, que, tras la fuerte contracción experimentada en octubre, descendieron un 10,4 %, en tasa interanual, en noviembre; con ello, en lo que va de año, han acumulado una caída del 0,5 %, frente a un incremento del 17,1 % en el conjunto de 1999.

La información disponible sobre la evolución de la inversión en bienes de equipo se refiere todavía, básicamente, al tercer trimestre. En ese período, el índice de disponibilidades de estos bienes mantuvo una tendencia de suave desaceleración, que han confirmado los datos, aún incompletos, del mes de octubre. Dentro de los componentes de este índice cabe destacar el fortalecimiento de las importaciones y el menor vigor mostrado por la producción interior, tras las elevadas tasas registradas en la primera mitad del año. Por tipos de bienes, las disponibilidades de material de transporte conservan un dinamismo muy superior al del resto de bienes de equipo.

En cuanto a la inversión en construcción, los datos de la CNTR del tercer trimestre han vuelto a poner de relieve la fortaleza que conserva este componente del gasto. No obstante, dentro de este contexto, diversos indicadores contemporáneos continúan dando muestras de desaceleración. Así, el indicador de confianza en la construcción volvió a reducirse en el mes de noviembre, consolidando en los tres últimos meses un nivel claramente inferior al observado hasta agosto. Señales similares han dado también los indicadores de empleo, como el paro registrado, cuyo ritmo de caída se redujo hasta el 3,9 % en noviembre. En sentido contrario, el consumo aparente de cemento ha experimentado un incremento acumulado en torno al 11,8 % hasta noviembre. Por lo que se refiere a los indicadores adelantados, la superficie a construir, según los visados de edificación residencial, ha descendido de forma importante en el primer semestre, aunque este descenso ha sido parcialmente compensado por el aumento en los visados de edificación no residencial. También la licitación de obra civil ha sufrido un fuerte retroceso, según los últimos datos disponibles correspondientes al mes de mayo.

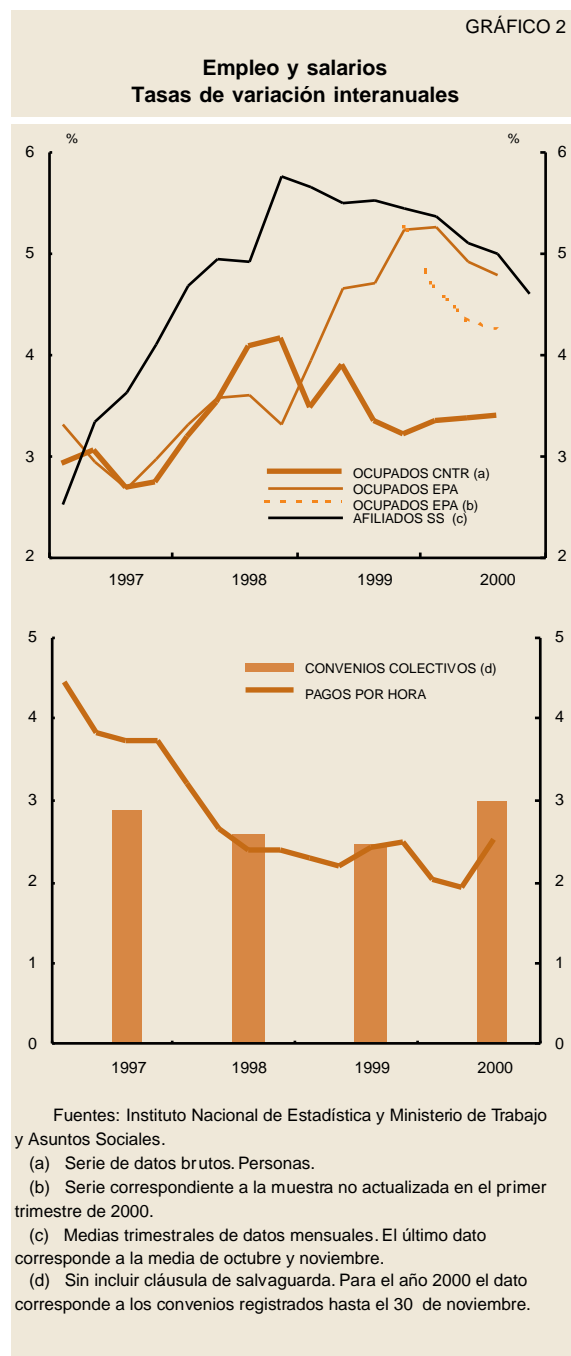
Los flujos de comercio con el exterior se recuperaron en el mes de octubre, respecto a lo observado en septiembre. En términos reales, las exportaciones de mercancías se incrementaron un 12,5 %, en tasa interanual, lo que su-



pone el retorno a la senda de crecimiento sostenido mostrada desde finales de 1999, a la vez que las importaciones aumentaron en un 9,4 %, tasa que, si bien implica una cierta recuperación respecto al mes anterior, confirma el perfil de desaceleración que habían apuntado desde principios de año. En términos nominales, las importaciones, influidas por el encarecimiento de los productos petrolíferos, siguieron registrando un crecimiento superior al de las exportaciones (23,3 % en el período transcurrido del año, frente al 19,1 %), de forma que el déficit comercial volvió a ampliarse en octubre: en los primeros diez meses del año el incremento del déficit ha sido del 37,2 %. El déficit acumulado hasta septiembre en la balanza por cuenta corriente ascendió a 12.804 millones de euros, más del doble del registrado en el mismo período de 1999. La balanza de servicios obtuvo un superávit de 18.186 millones de euros, superior al registrado hace un año, debido al aumento del saldo turístico, pero se vio compensado por el deterioro de los saldos por rentas y transferencias (en 550 y 900 millones de euros, respectivamente). Por su parte, el excedente de la balanza de capital fue de 4.173 millones de euros, superior al obtenido en los primeros nueve meses de 1999.

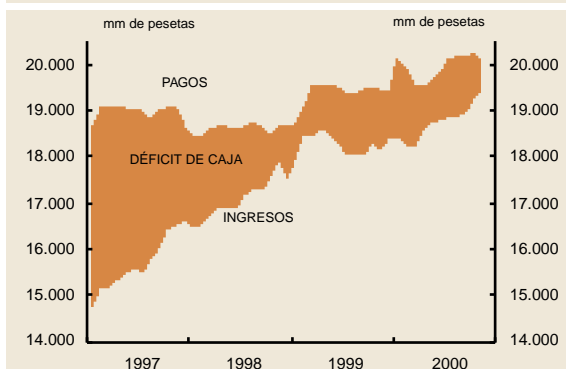
Según la información de la CNTR, el VAB de las ramas industriales aumentó un 3,9 % en el tercer trimestre de 2000, por debajo del incremento registrado en la primera mitad del año, del 4,4 %. Este perfil de moderada desaceleración se observó también en el índice de producción industrial, que en octubre creció un 2,6 %, en tasa de variación interanual, equivalente a un modesto crecimiento del 0,8 % una vez corregidos los efectos de calendario. Este, no obstante, debe analizarse con cautela, ya que en ese mes se produjeron problemas de suministros de materias primas en algunas actividades, como consecuencia de las protestas del sector del transporte ante los aumentos experimentados por los precios de los combustibles. Entre sus componentes, el mayor crecimiento se observó en los bienes de equipo, con una tasa del 5,9 %, y en los bienes intermedios, mientras que en los bienes de consumo el aumento fue del 1,6 %. Por su parte, el indicador de clima industrial ha mostrado una moderada evolución a la baja en los meses más recientes, que se ha confirmado con el dato de noviembre, mes en el que se ha producido un retroceso en la tendencia de la producción y un aumento en el nivel de existencias.

En cuanto a los indicadores del mercado de trabajo, según datos del INEM, el número de parados aumentó en el mes de noviembre en 26.700 personas, de forma que el ritmo de va-



riación interanual del paro registrado fue del -4,1 %, similar a la tasa media observada en el tercer trimestre. El aumento del número de parados se produjo en su mayoría dentro del colectivo no agrícola, especialmente en el sector de los servicios. En ese mismo mes, el número de afiliaciones a la Seguridad Social aumentó en unas 99.000 personas, con lo que su tasa de variación interanual se elevó hasta el 4,8 % (véase gráfico 2); a pesar de ello, dada la erraticidad de este indicador y el mal dato registrado en octubre, es probable que, en el conjunto del cuarto trimestre, se prolongue la desaceleración que ya se venía registrando.

GRÁFICO 3

**Ingresos y pagos líquidos del Estado. Déficit de caja  
Totales móviles de doce meses**

Fuentes: Ministerio de Hacienda y Banco de España.

Según la encuesta de salarios correspondiente al tercer trimestre, el crecimiento interanual de las ganancias medias por persona y hora, en concepto de pagos totales, se situó en el 2,5 %, en ese período, tres décimas más que en el trimestre anterior. Sin embargo, en el concepto de ganancia por trabajador y por mes se produjo una desaceleración de una décima, con una tasa de variación interanual del 2,4 %. Cabe señalar que, en cualquier caso, los incrementos de las ganancias en las diferentes ramas de actividad se mantienen por encima del total (2,9 % en la industria, 3,4 % en la construcción y 3 % en los servicios), ya que el dato agregado se ha visto afectado, como se ha señalado en otras ocasiones, por un cambio en las ponderaciones de la encuesta. Por otra parte, los convenios colectivos firmados hasta el 30 de noviembre incorporan un incremento salarial medio del 3 %, mientras que en los convenios de nueva firma el incremento pactado es del 3,1 %.

Como se recordará, con la metodología de la Contabilidad Nacional, la ejecución del Estado hasta octubre de 2000 se saldó con un superávit de 774 mm de pesetas (0,8 % del PIB), lo que suponía una importante mejora respecto al superávit de 297 mm de pesetas (0,3 % del PIB) registrado en el período enero-octubre de 1999. Los ingresos experimentaron una aceleración y crecieron un 8,8 % hasta octubre, frente al 8 % acumulado hasta septiembre, mientras que los gastos también elevaron su ritmo de crecimiento, con una tasa del 5,9 %, frente al 5,2 % hasta septiembre. La información disponible en términos de caja proporciona un superávit del Estado de 122 mm de pesetas hasta noviembre de 2000, frente al déficit de 313 mm de pesetas registrado en el mismo período del año anterior, lo que representa una mejora ma-

yor que la registrada hasta el mes de octubre. Los ingresos se aceleraron hasta el 6,2 % (5,7 % hasta octubre), como resultado de la evolución de los ingresos patrimoniales, que atenuaron sustancialmente en noviembre su ritmo de caída acumulada. Por el contrario, la recaudación tributaria registró una cierta desaceleración, que se extendió a la casi totalidad de las figuras impositivas. Por su parte, los gastos también se desaceleraron de forma casi generalizada y situaron su ritmo de crecimiento en el 3,6 % (5,3 % hasta octubre). Destaca la evolución de los pagos por intereses, que intensificaron su caída hasta el 8,8 % (3,4 % hasta octubre).

## 2. PRECIOS Y COSTES

En el mes de noviembre, el índice de precios de consumo (IPC) aumentó dos décimas respecto a octubre, con lo que su tasa de crecimiento interanual quedó situada en el 4,1 %, frente al 4 % registrado en el mes anterior (véase gráfico 4). El componente de precios de los servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) experimentó un deterioro mensual de una décima, alcanzando un incremento interanual del 2,9 %, frente al 2,8 % de octubre.

Por componentes, los precios de los servicios registraron un crecimiento mensual nulo, aunque en términos interanuales su tasa de variación ascendió en dos décimas, al situarse en el 4,3 %. Dentro de este componente cabe resaltar la aceleración registrada por las rúbricas de servicios turísticos y de algunos servicios de transporte, probablemente influidos por el encarecimiento de la energía. Respecto a los precios de los bienes, el aumento de su ritmo de crecimiento hasta el 4 %, desde el 3,9 % en octubre, volvió a tener su origen, fundamentalmente, en los productos energéticos, cuyos precios mantuvieron el fuerte ritmo de avance de meses precedentes, alcanzando una tasa de variación interanual del 14,6 %, frente al 13,8 % registrado el mes anterior. El descenso registrado en los precios de los combustibles como consecuencia de la evolución del precio del crudo y de la cotización del euro, no ha sido recogido, aún, por el índice de precios correspondiente. Los precios de los bienes industriales no energéticos se aceleraron en una décima, hasta situarse en el 2,6 %. En cuanto a los precios alimenticios, su tasa de crecimiento interanual se redujo hasta el 2,9 %, desde el 3 %, por el menor crecimiento de los precios de los alimentos no elaborados. Aunque los precios de los alimentos frescos volvieron a experimentar un elevado aumento, del 6 %, este fue cinco décimas inferior a la tasa interanual registrada en octubre.

El índice armonizado de precios de consumo (IAPC) aumentó en tres décimas en el mes de noviembre, situando su tasa interanual en el 4,1 %. Asimismo, en la UEM, el IAPC registró una aceleración de tres décimas, hasta el 2,9 %, por lo que el diferencial de inflación con la zona euro se redujo hasta 1,2 puntos porcentuales. Destacan, como en meses anteriores, los diferenciales que se aprecian en los componentes de bienes industriales no energéticos y de servicios, de 1,4 y 2,4 puntos porcentuales, respectivamente.

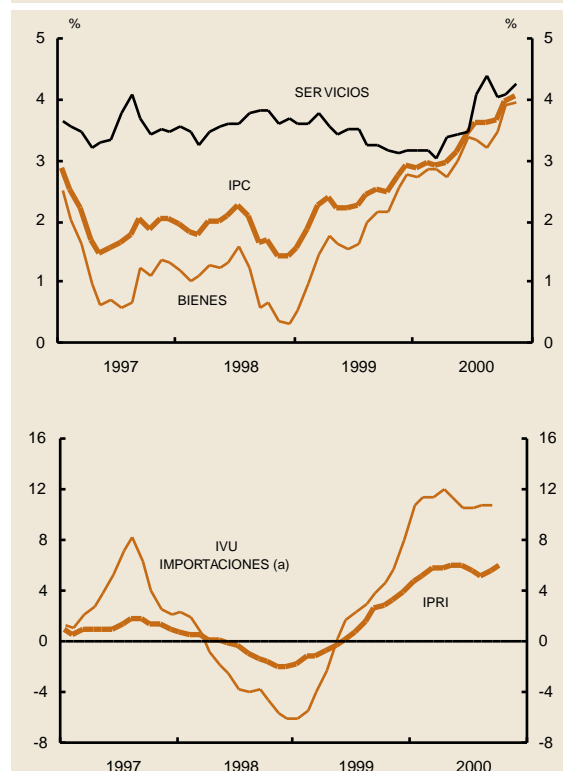
En cuanto a los restantes indicadores de precios, el índice de precios industriales (IPRI) se incrementó en un 5,9 % en octubre, con respecto al mismo mes del año anterior, retomando así el perfil alcista mostrado en los primeros meses del año. Aunque el repunte se debió fundamentalmente al encarecimiento del precio del crudo, descontando el precio de la energía, los precios industriales también incrementaron su ritmo de aumento hasta el 3,5 %, tasa superior al 3,2 % registrado en agosto y septiembre. Dentro de los productos no energéticos, los bienes intermedios fueron los más inflacionistas. Los precios de los bienes de equipo mantuvieron un ritmo de crecimiento similar al de octubre, mientras que los de bienes de consumo, impulsados principalmente por los de consumo alimenticio, incrementaron su tasa interanual en 0,9 puntos porcentuales, si bien se mantienen en registros mucho más reducidos. En relación con los precios agrarios, el índice de precios percibidos por el agricultor correspondiente al mes de agosto registró un crecimiento del 3,3 %; la cesta de productos que replica, aproximadamente, el IPC de alimentos no elaborados aumentó en los últimos doce meses un 5,8 %. Finalmente, los precios de importación, medidos por los índices de valor unitario (IVU), continuaron moderando su ritmo de crecimiento en el mes de septiembre, registrando una tasa de variación del 9,7 % respecto al mismo mes del año anterior. Asimismo, los precios de las exportaciones se desaceleraron, hasta alcanzar el 6,5 % en tasa interanual.

### 3. EVOLUCIÓN ECONÓMICA Y FINANCIERA EN LA U.E.M.

En las últimas semanas se han producido diversos acontecimientos que han modificado algunos determinantes fundamentales de la evolución económica de la zona del Euro. Aunque los riesgos sobre la evolución de los precios continúan siendo al alza, el fuerte recorte del precio del petróleo y la corrección de las cotizaciones de las principales divisas en una dirección más consistente con sus determinantes fundamentales podrían mitigar, de consolidar-

GRÁFICO 4

#### Índices de precios Tasas de variación interanuales



Fuentes: Instituto Nacional de Estadística y Banco de España.

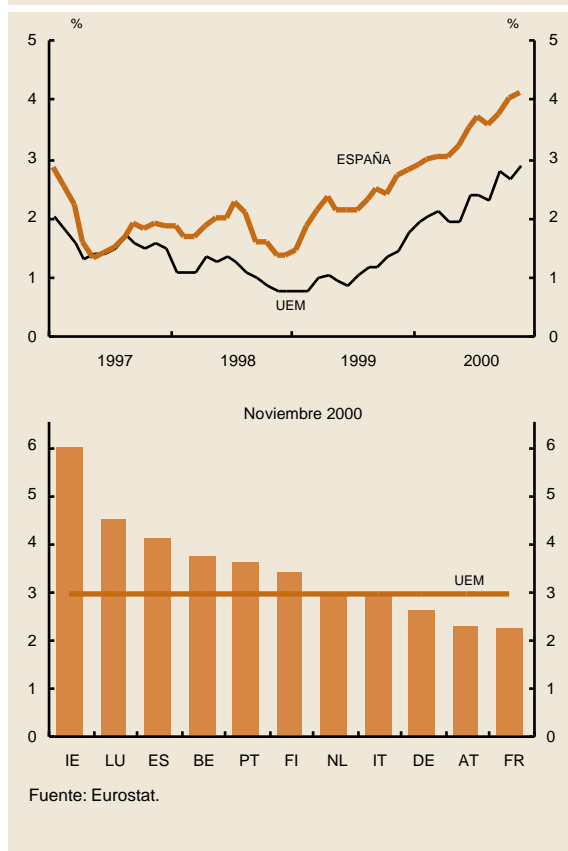
(a) Tasa de variación interanual de la tendencia.

se, las presiones inflacionistas en la zona del euro. En cuanto a la actividad, los últimos datos disponibles confirman la solidez del crecimiento en el área del euro, aunque su evolución en el futuro próximo estará condicionada por la intensidad de la desaceleración de la economía de Estados Unidos, que, en el tercer trimestre, ha sido algo mayor de lo esperado.

Desde los meses centrales del año, la economía de Estados Unidos muestra signos de pérdida de dinamismo. Según la estimación final, la tasa intertrimestral del crecimiento del PIB en el tercer trimestre se ha situado en el 0,5 %, una décima por debajo de la estimación provisional y dos del avance. Con respecto al mismo trimestre del año anterior, el producto ha aumentado un 5,2 %. Por otra parte, el déficit por cuenta corriente en el tercer trimestre se deterioró hasta el 4,5 % del PIB, desde el 4,2 % registrado en los primeros seis meses del año, como resultado del incremento del déficit de la balanza de bienes y de la disminución del superávit de la de servicios. Con respecto a la evolución de la economía en los últimos meses del año, los últimos datos disponibles señalan la prolongación de los síntomas de desacelera-

GRÁFICO 5

**Índices armonizados de precios de consumo**  
**Tasas de variación interanuales**



ción en este período. En este sentido apuntan la mayor parte de los indicadores de actividad, empleo y demanda en los meses de octubre y noviembre, que, en parte, pueden estar recogiendo el deterioro de las condiciones financieras, debido a la corrección bursátil, concentrada en los valores tecnológicos, y al aumento de la rentabilidad de buena parte de los instrumentos privados de renta fija. En cuanto a los precios, el IPC de noviembre mantuvo la tasa de crecimiento del mes anterior (3,4 %), aunque el índice que excluye alimentos y energía se aceleró tres décimas, hasta el 2,6 %. Por último, los indicios de desaceleración de la economía de Estados Unidos han propiciado una moderación de los tipos de interés, especialmente los de largo plazo, y una depreciación del dólar con respecto al euro (gráfico 7) y a la libra. En este contexto, la Reserva Federal decidió mantener el tipo de interés objetivo de los Fondos Federales en su reunión del 19 de diciembre, reconociendo que aunque todavía persisten algunos focos inflacionistas, resaltó que existen riesgos predominantemente a la baja sobre la evolución futura de la actividad.

El pasado 4 de diciembre, la Agencia de Planificación Económica de Japón ofreció la es-

timación del crecimiento del PIB en el tercer trimestre elaborada según la metodología del Sistema de Cuentas Nacionales de 1993 de Naciones Unidas, así como una revisión de las series de Contabilidad Nacional correspondientes a los trimestres previos. La nueva información disponible confirma que el proceso de recuperación de la economía japonesa continúa vacilante. El PIB creció en el tercer trimestre de 2000 un 0,2 % en relación con el trimestre anterior, que, en términos interanuales, supone un 1,4 %, ligeramente por debajo del crecimiento del primer semestre (1,7 %). Como viene sucediendo desde finales de 1999, el principal factor impulsor del crecimiento en el tercer trimestre fue la inversión privada en bienes de equipo. Por el contrario, el consumo privado y la inversión residencial registraron tasas interanuales de variación negativas, en consonancia con el bajo nivel de los indicadores de confianza y de renta de los hogares. La contribución de la demanda exterior al crecimiento del PIB fue de 0,44 p.p, dos décimas menos que en el segundo trimestre, en un contexto de desaceleración de las exportaciones y, en menor medida, de las importaciones. Entre los indicadores referidos al cuarto trimestre, destaca el empeoramiento de las perspectivas del sector manufacturero, según se desprende de la encuesta trimestral que realiza el Banco de Japón (TANKAN), como reflejo, posiblemente, de la evolución más moderada de las exportaciones, debido, en gran medida, a la desaceleración de Estados Unidos y a la fortaleza que mantiene el yen, a pesar de su reciente depreciación. Los precios de consumo, por su parte, se redujeron en octubre una décima más que en el mes anterior (-0,9 % en tasa interanual), mientras que los precios al por mayor siguen creciendo a tasas positivas (0,3 % en noviembre, frente al 0,2 % de octubre).

Con respecto a la economía del Reino Unido, los escasos indicadores de actividad disponibles muestran cierta contención en el cuarto trimestre, que contrasta con la benigna evolución de los indicadores de consumo. En un contexto de ligera desaceleración salarial y de debilitamiento de la libra, el índice de precios al consumo que excluye los intereses hipotecarios creció un 2,2 % en noviembre, dos décimas más que en octubre, debido, en gran parte, a la desfavorable evolución de los alimentos estacionales.

En la zona del euro, según la primera estimación de la contabilidad nacional del tercer trimestre, el PIB ha aumentado un 0,7 % con respecto al trimestre anterior, prolongando la tendencia de ligera desaceleración del producto iniciada a principios de año. En términos interanuales, el PIB creció un 3,4 %, tres

CUADRO 1

## Situación económica, financiera y monetaria en la UEM

	2000					
	JUL	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (c)
<b>ACTIVIDAD Y PRECIOS (a):</b>						
Índice de Producción Industrial	5,4	6,5	5,6			
Comercio al por menor	2,4	2,5	3,4			
Matriculaciones de turismos nuevos	-14,5	-4,3	-0,9			
Indicador de confianza de los consumidores	0	1	-3	-3	-3	
Indicador de clima industrial	7	6	6	6	5	
IAPC	2,4	2,3	2,8	2,7	2,9	
<b>VARIABLES MONETARIAS Y FINANCIERAS (b):</b>						
M3	5,2	5,6	5,4	5,3		
M1	6,9	7,1	6,3	5,8		
Crédito a los sectores residentes						
<i>Total</i>	7,0	6,9	7,0	6,4		
<i>AAPP</i>	-1,3	-2,5	-4,4	-6,5		
<i>Otros sectores residentes</i>	9,8	10,1	10,8	10,8		
EONIA	4,31	4,42	4,59	4,76	4,83	4,81
EURIBOR a tres meses	4,58	4,78	4,85	5,04	5,09	4,98
Rendimiento bonos a diez años	5,45	5,40	5,47	5,42	5,34	5,11
Diferencial bonos a diez años EEUU-UEM	0,69	0,52	0,41	0,41	0,46	0,41
Tipo de cambio dólar/euro	0,940	0,904	0,872	0,855	0,856	0,883
Índice Dow Jones EURO STOXX amplio (d)	2,5	4,4	-1,2	-0,6	-2,9	-3,0

Fuentes: Eurostat, Comisión Europea, Banco Central Europeo y Banco de España.

(a) Tasa de variación interanual, excepto en los indicadores de confianza.

(b) Tasa de variación interanual para los agregados monetarios y crediticios. La información sobre tipos de interés y tipo de cambio se representa en términos medios mensuales.

(c) Media del mes hasta el día 14 de diciembre de 2000.

(d) Variación porcentual acumulada en el año. Datos a fin de mes. En el último mes, día 13 de diciembre de 2000.

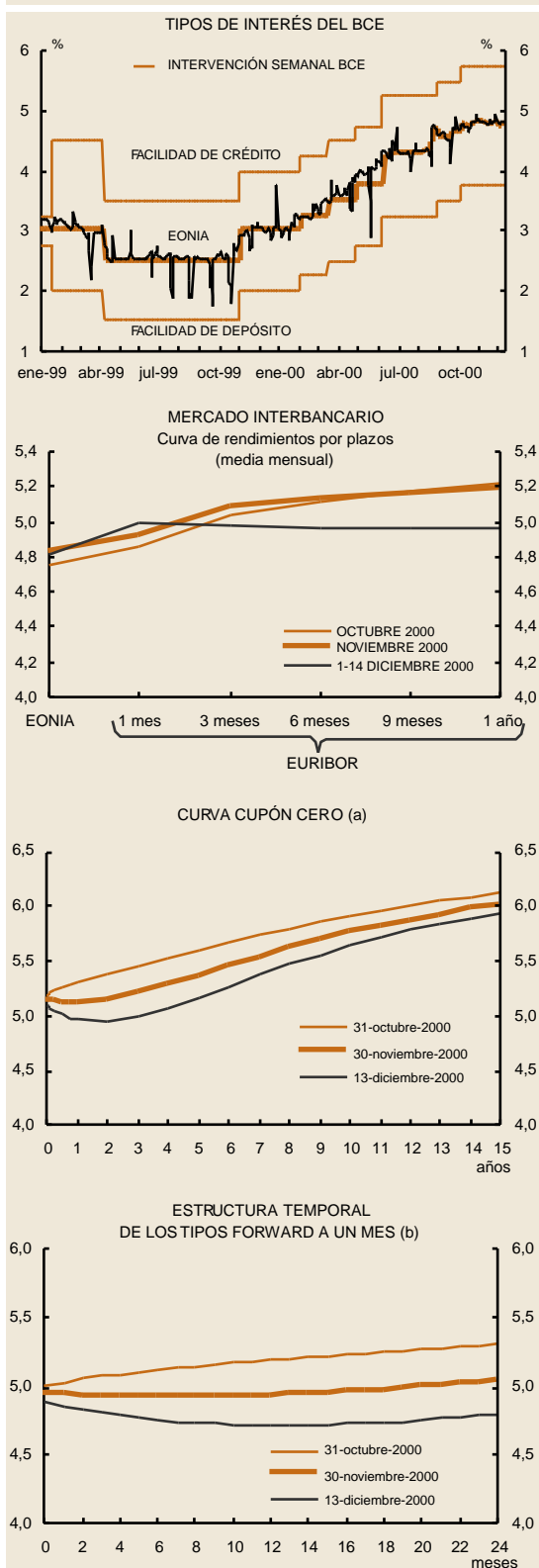
décimas por debajo de la tasa correspondiente al segundo trimestre, debido al notable deterioro de la aportación de la demanda exterior neta, ya que la demanda interna intensificó su crecimiento. No obstante, si se descuenta la contribución de la variación de existencias, la demanda interna creció cuatro décimas menos que en el segundo trimestre, ya que todos sus componentes experimentaron disminuciones en sus ritmos interanuales de avance con respecto a los del período previo. Por otro lado, tanto la ligera desaceleración de las exportaciones como el fuerte aumento de las importaciones explican el deterioro de los intercambios con el exterior. Los escasos indicadores disponibles del cuarto trimestre reflejan la prolongación de esta suave desaceleración en los últimos meses del año. En esta dirección apunta la evolución de los indicadores de confianza de la Comisión Europea y de directores de compra de Reuters en los meses de octubre y noviembre. En cuanto al mercado de trabajo, la tasa de paro de octubre fue del 8,9 %, una décima menos que la tasa de septiembre.

En lo que concierne a la inflación, la tasa de variación interanual del IAPC aumentó en dos décimas en el mes de noviembre, situándose en el 2,9 % (véanse cuadro 1 y gráfico 5). El índice que excluye la energía y los alimentos no elaborados elevó su tasa de variación en una décima, hasta el 1,5 %. Por componentes, los precios de los servicios mantuvieron su tasa de variación en el 1,9 % mientras que los bienes se incrementaron en dos décimas, hasta el 3,4 %, debido a la evolución de todos sus integrantes. Destaca, en particular, la aceleración experimentada por los componentes más volátiles, como los alimentos sin elaborar (3,5 %) y la energía (15,3 %). Por países, la diferencia entre el máximo, correspondiente a Irlanda, y el mínimo, correspondiente a Francia (6 % y 2,2 %, respectivamente), se redujo en una décima en relación con la existente el mes anterior, hasta los 3,8 puntos porcentuales. El índice de precios industriales, por su parte, se aceleró dos décimas en octubre, hasta el 6,3 % en tasa interanual, resultado de la evolución de los bienes intermedios y de consumo. En cuanto a



GRÁFICO 6

## Tipos de interés en la zona del euro



Fuentes: Banco de España y BCE.

(a) Estimación con datos del mercado monetario y de swaps.

(b) Estimados con la curva cupón cero.

las perspectivas para el futuro próximo, aunque los riesgos inflacionistas son todavía significativos, la corrección del tipo de cambio del euro y del precio del petróleo desde finales de noviembre podrían, si se consolidan, facilitar una disminución gradual de la inflación a lo largo del próximo año, con una intensidad que dependerá del grado de transmisión de las presiones inflacionistas acumuladas en los precios de producción a los precios de consumo y, sobre todo, de la evolución de los salarios.

De acuerdo con la información disponible sobre la ejecución presupuestaria, el saldo presupuestario de las Administraciones Públicas alcanzará o mejorará los objetivos fijados para el año 2000 en casi todos los países de la zona. Una vez excluidos los ingresos por la venta de licencias de telefonía móvil de tercera generación, la Comisión Europea estima, en sus previsiones de otoño, que el déficit agregado se situaría en el 0,8 % del PIB, frente al 1,2 % que preveía un año antes. Esta evolución es consecuencia de la fortaleza cíclica de la recaudación impositiva, ya que, en algunos países, el gasto excederá probablemente las previsiones iniciales. Los planes presupuestarios para el próximo ejercicio incluyen disminuciones de la presión fiscal en gran parte de los países miembros, que recaen principalmente en los impuestos sobre las rentas del trabajo y las cotizaciones sociales, aunque, en algunos casos, afectan también a la imposición indirecta y sobre sociedades. En varios países, el coste recaudatorio de estas reformas no se verá plenamente compensado por una contención paralela del gasto, de modo que el superávit primario ajustado del ciclo se vería reducido, según la Comisión Europea, en un 0,3 % del PIB en 2001 en relación con el año en curso, reflejando, de este modo, una relajación efectiva del tono de la política fiscal.

A lo largo del período analizado, la evolución de los indicadores monetarios y financieros de la UEM ha empezado a mostrar una cierta reducción de la holgura monetaria respecto a meses anteriores. En este contexto, el BCE decidió mantener inalterados los tipos de interés oficiales: en el 4,75 % el tipo de las operaciones principales de financiación, y en el 3,75 % y 5,75 %, los de las facilidades de depósito y crédito, respectivamente. Por otra parte, en la reunión del Consejo de Gobierno celebrada el día 14 de diciembre, el BCE decidió confirmar, para el año 2001, el valor de referencia a medio plazo del crecimiento monetario del agregado M3 en el 4,5 %.

A lo largo del mes de noviembre y los días transcurridos de diciembre ha tenido lugar un descenso en los tipos de interés, tanto en los mercados monetarios como de deuda. Este proceso ha venido determinado, principalmente, por una cierta mejora en las perspectivas inflacionistas, como consecuencia de la evolución reciente del euro, el descenso de los precios del petróleo y las expectativas menos optimistas sobre el crecimiento económico en la zona del euro. De esta forma, en los mercados interbancarios se ha configurado una curva de rendimientos por plazos prácticamente plana, a partir del plazo de un mes (véase gráfico 6). A mediados del mes de diciembre, los tipos de interés se encontraban entre el 4,8 % del EONIA (*European Overnight Index Average*), y el 4,9 % del EURIBOR a todos los plazos, con descensos de, aproximadamente, 20 puntos básicos en el EURIBOR a doce meses respecto del mes de octubre. Los tipos a corto plazo esperados calculados a partir de la curva cupón cero muestran expectativas, por primera vez en el año, de mantenimiento o, incluso, de disminución, aunque marginal, en los tipos de interés para los plazos más largos. Esto se refleja en que el diferencial que presentan los tipos *forward* a un mes entre el plazo de un mes y el de doce meses tiene un valor negativo de 15 puntos básicos, frente a los diferenciales positivos de los meses anteriores.

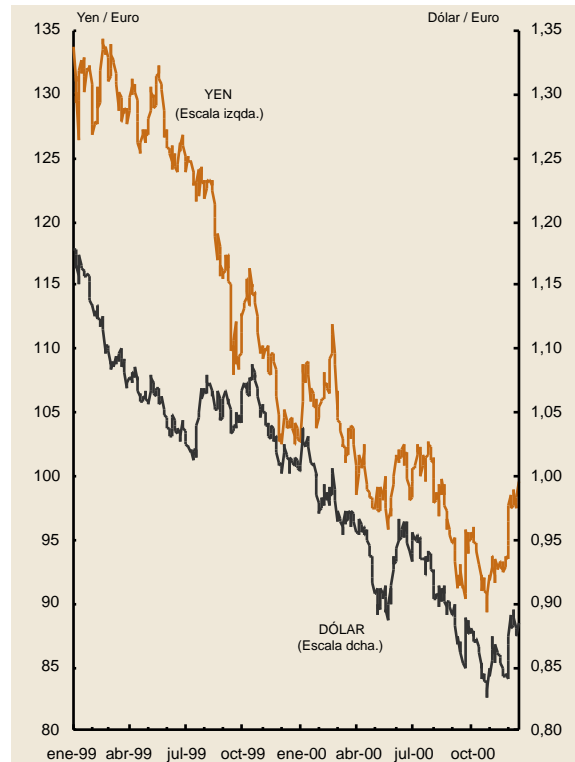
En los mercados secundarios de deuda pública, el tipo de interés a diez años se ha reducido ligeramente en la UEM desde finales del mes de noviembre, situándose a mediados de diciembre en el 5,1 %. Por otra parte, la confirmación del menor crecimiento de la economía estadounidense favoreció una caída de la rentabilidad del bono americano, lo que ha hecho que el diferencial de intereses a largo plazo con la UEM se reduzca hasta los 30 puntos básicos, lo que representa el nivel más bajo desde el comienzo de la tercera fase de la Unión Monetaria.

Por lo que respecta a los mercados de divisas, en las últimas semanas se ha revertido la trayectoria de depreciación del euro. En concreto, entre el 1 de noviembre y el 14 de diciembre, el euro se ha apreciado un 5 % frente al dólar y un 8,3 % frente al yen (véase gráfico 7). Por su parte, el índice del tipo de cambio efectivo nominal del euro frente a los países desarrollados se situaba, a mediados de diciembre, un 4,2 % por encima del nivel de finales de octubre.

Los mercados de renta variable europeos han seguido mostrando una elevada volatilidad, como consecuencia de las perspectivas de menor crecimiento económico en Estados Unidos

GRÁFICO 7

### Tipos de cambio nominales del euro frente al dólar y al yen



Fuente: Banco de España.

y Europa, y de las expectativas de beneficios menos optimistas en algunos sectores productivos. En este contexto, el índice Dow Jones EURO STOXX amplio presentaba a mediados de diciembre una pérdida acumulada en el conjunto del año del 3 %.

Por lo que se refiere a la evolución de los agregados monetarios en el área del euro, los datos disponibles más recientes, correspondientes al mes de octubre, confirman la moderación de la tasa de crecimiento interanual de M3, que se situó en el 5,3 % (véase cuadro 1). Como ya se ha señalado, el BCE ha confirmado el valor de referencia del crecimiento monetario en el 4,5 %, sobre la base de las expectativas de mantenimiento de sus determinantes fundamentales: crecimiento tendencial del producto y trayectoria de la velocidad de circulación de M3.

En octubre, como en los últimos meses, la evolución de M3 ha venido caracterizada por la desaceleración de los componentes más líquidos, que puede explicarse, por un lado, por el contexto de tipos de interés más altos, que anima los procesos de sustitución con otros acti-

CUADRO 2

## Tipos de interés y mercados financieros nacionales

	1997	1998	1999			2000		
	DIC	DIC	DIC	AGO	SEP	OCT	NOV	DIC (a)
<b>BANCARIOS:</b>								
Tipo sintético pasivo	3,22	2,06	1,98	2,66	2,77	2,93	3,01	...
Tipo sintético activo	6,54	5,15	5,03	6,43	6,33	6,35	6,40	...
<b>TESORO:</b>								
Subasta de letras a doce meses (b)	4,47	2,95	3,75	5,10	5,08	5,10	5,03	4,83
Subasta de bonos a tres años	4,90	3,54	4,56	5,31	5,42	5,24	5,19	4,81
Subasta de obligaciones a diez años	5,78	4,32	5,38	5,47	5,58	5,58	5,53	5,24
<b>MERCADOS SECUNDARIOS (c):</b>								
Letras del Tesoro a seis-doce meses	4,50	2,88	3,60	4,98	5,02	5,01	5,00	4,78
Deuda pública a diez años	5,64	4,08	5,37	5,50	5,56	5,49	5,45	5,23
Diferencial de rentabilidad con el bono alemán	0,31	0,20	0,19	0,29	0,29	0,27	0,27	0,29
Índice General de la Bolsa de Madrid (d)	42,22	37,19	16,22	0,52	1,02	-3,55	-12,04	-13,54
Diferencial renta fija privada								
con letras del Tesoro a doce meses	0,54	0,40	0,24	0,31	0,29	0,27	0,26	0,30
Diferencial renta fija privada								
con deuda pública a diez años	0,15	0,36	0,41	0,64	0,65	0,65	0,64	0,67

Fuente: Banco de España.

(a) Media de datos diarios hasta el 18 de diciembre de 2000.

(b) Tipo de interés marginal.

(c) Medias mensuales.

(d) Variación porcentual acumulada del Índice a lo largo del año.

vos que ofrezcan una mayor remuneración, tanto dentro como fuera del agregado M3. Por otro lado, es posible que el menor ritmo de actividad observado en la zona euro en los últimos meses haya empezado a traducirse en una menor demanda de los agregados monetarios. El crecimiento interanual del agregado más estrecho, M1, se situó durante el mes de octubre en el 5,8 %, frente a los niveles más elevados de la primera mitad del año. Por el contrario, el resto de instrumentos negociables incluidos dentro de M3 continuó mostrando en ese mes un elevado dinamismo.

El crédito concedido por las Instituciones Financieras Monetarias (IFM) a los sectores residentes en la zona del euro alcanzó en octubre un crecimiento del 6,4 %, con una evolución divergente entre el crédito al sector privado y a las Administraciones Públicas. Así, continuó la fuerte moderación del crédito al sector público, que cayó un 6,5 % en tasa interanual, mientras que el crédito concedido al sector privado siguió manteniendo un comportamiento expansivo, con una tasa interanual del 10,8 % en octubre. Finalmente, del resto de contrapartidas de M3, cabe destacar que la posición acreedora neta de las IFM frente al exterior disminuyó en dicho mes en 12 mm de euros, lo que supone una reducción de 116 mm en el conjunto del año.

#### 4. FLUJOS Y MERCADOS FINANCIEROS EN ESPAÑA

Durante el mes de noviembre, los tipos de interés en los mercados financieros nacionales se mantuvieron estables en los niveles en que se habían situado en los últimos meses. Sin embargo, en los últimos días de dicho mes y la parte transcurrida de diciembre, se produjo un descenso de las rentabilidades negociadas en todos los mercados financieros europeos y la casi total desaparición de las expectativas alcistas existentes. Los tipos de interés negociados en los mercados secundarios de letras del Tesoro y de deuda pública a diez años han descendido, en el período analizado, más de 20 puntos básicos, y se han situado en el 4,8 % y 5,2 %, respectivamente (véase cuadro 2). El diferencial de la deuda española con el bono alemán ha permanecido estable, ligeramente por debajo de 30 puntos básicos.

La evolución reciente de los tipos de interés de los mercados monetarios se ha reflejado en los tipos de interés activos aplicados por las entidades a su clientela, que, tras aumentar desde mediados de 1999, han mostrado una gran estabilidad en los últimos meses. Por el contrario, los tipos aplicados a los productos de pasivo han seguido aumentando, como consecuen-



CUADRO 3

**Activos financieros líquidos (AFL) de las sociedades no financieras y los hogares e ISFL (a)**  
**Crecimiento interanual (T1, 12)**

	2000 OCT (b)	1998 DIC	1999 DIC	2000 AGO	2000 SEP	2000 OCT
<b>1. Activos financieros líquidos (2 + 3)</b>	<b>544,1</b>	<b>4,0</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,5</b>	<b>2,2</b>
<b>2. Medios de pago</b>	<b>263,7</b>	<b>12,1</b>	<b>12,7</b>	<b>6,8</b>	<b>7,6</b>	<b>5,7</b>
Efectivo	53,3	0,7	8,3	4,4	4,2	2,7
Depósitos a la vista	105,3	19,5	14,1	8,3	11,4	8,9
Depósitos de ahorro	105,2	12,4	13,8	6,6	5,6	4,1
<b>3. Otros activos financieros</b>	<b>280,4</b>	<b>-1,3</b>	<b>-6,9</b>	<b>-3,0</b>	<b>-1,9</b>	<b>-0,8</b>
Depósitos a plazo + cesiones temporales	185,6	-11,2	6,3	25,0	26,2	25,2
Valores bancarios	9,0	-7,8	54,5	3,1	7,7	-7,2
FIAMM + FIM de renta fija	85,8	11,1	-22,9	-33,5	-33,8	-31,2
PRO MEMORIA:						
<b>4. Fondos de inversión (5 a 7) (c)</b>	<b>167,3</b>	<b>39,2</b>	<b>-2,4</b>	<b>-25,9</b>	<b>-25,4</b>	<b>-22,0</b>
<b>5. FIAMM</b>	<b>31,8</b>	<b>-10,3</b>	<b>-8,4</b>	<b>-9,3</b>	<b>-9,8</b>	<b>-9,4</b>
<b>6. FIM de renta fija</b>	<b>54,0</b>	<b>25,6</b>	<b>-26,5</b>	<b>-35,8</b>	<b>-34,5</b>	<b>-29,5</b>
<b>7. Resto de fondos de inversión</b>	<b>81,5</b>	<b>23,9</b>	<b>32,5</b>	<b>19,2</b>	<b>18,8</b>	<b>16,9</b>

Fuente: Banco de España.

(a) La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

cia de la traslación más lenta de los pasados incrementos de los tipos de interés a corto plazo. Con la información correspondiente al mes de noviembre, el tipo sintético de las operaciones activas se sitúa en el 6,4 % y el de las operaciones pasivas, en el 3 %, con lo que los aumentos acumulados desde el inicio del año ascienden a 138 puntos básicos y 103 puntos básicos, respectivamente.

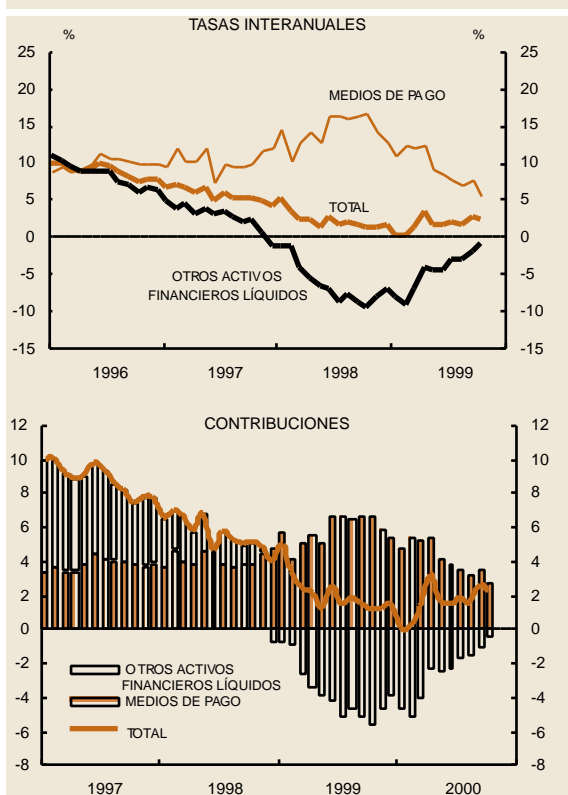
Los mercados bursátiles nacionales han mostrado, durante el período analizado, una elevada volatilidad, con pérdidas muy acusadas que han situado los índices en mínimos anuales. Así, en la fecha de cierre de este artículo, el Índice General de la Bolsa de Madrid muestra unas pérdidas acumuladas desde comienzos de año superiores al 13 %. El mayor descenso experimentado, a lo largo del año 2000, en los mercados bursátiles españoles en comparación con otros mercados europeos puede estar relacionado, en parte, con el elevado volumen de emisiones de acciones realizadas en España, así como con el mayor impacto en los mercados nacionales de la incertidumbre sobre la evolución de algunas economías emergentes.

Los activos financieros líquidos (AFL) del sector sociedades no financieras y hogares crecieron muy moderadamente en octubre, con tasas interanuales próximas al 2 % (véase gráfico 8). Como viene ocurriendo desde el primer trimestre de 2000, la evolución de esta magni-

tud viene explicada por dos hechos: en primer lugar, la continuación del proceso de recuperación del componente menos líquido del agregado, que ha pasado de tener unas tasas negativas en torno al 9 %, a principios de año, a presentar un crecimiento negativo cercano al 1 %, según la última información disponible; y, en segundo lugar, la moderación de los ritmos de expansión de los medios de pago, que han reducido, a lo largo del año, su tasa interanual a la mitad, quedando situada ligeramente por debajo del 6 %. Los datos provisionales correspondientes al mes de noviembre apuntan al mantenimiento de estas tendencias.

La reducción continuada en la tasa de crecimiento de los medios de pago en los últimos meses, que se ha manifestado en todos sus componentes, puede estar indicando un menor crecimiento en el volumen de transacciones relacionadas con el gasto. Así, el efectivo y los depósitos a la vista y de ahorro han mostrado en el mes de octubre unos ritmos de expansión sensiblemente inferiores a los observados a comienzos de año (véase cuadro 3). Por otra parte, de forma similar a lo ocurrido en meses precedentes, los crecimientos negativos del componente de los otros activos líquidos han seguido atenuándose. Esta evolución ha venido explicada, en parte, por el comportamiento de los depósitos a plazo más las cesiones temporales, que han mantenido unos ritmos de expansión muy elevados, en torno al 25 %, y también por

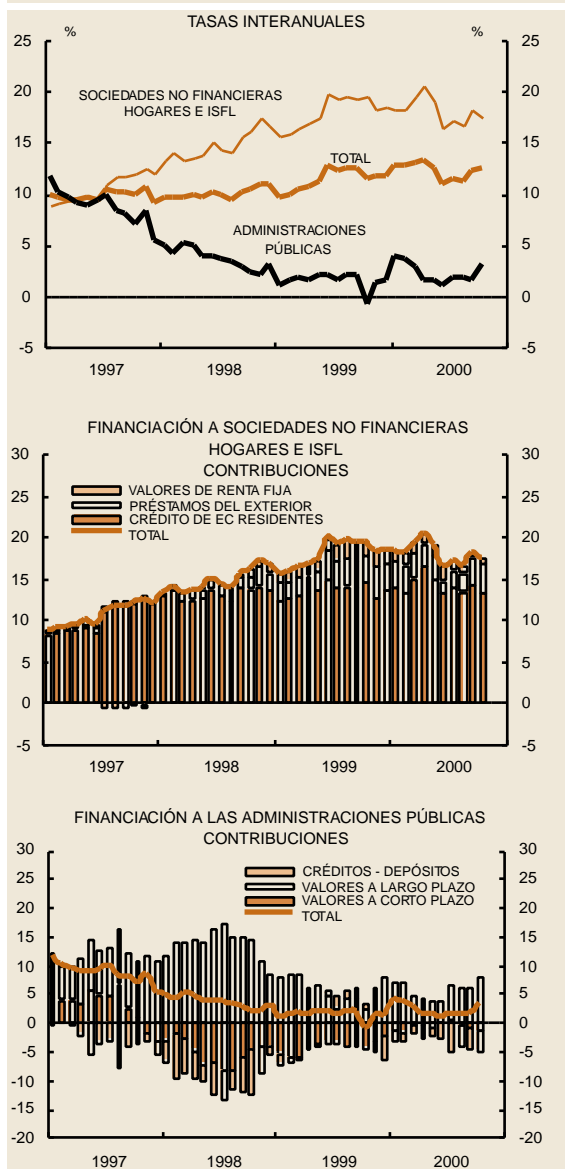
GRÁFICO 8

**Activos financieros líquidos (AFL)  
de las sociedades no financieras  
y los hogares e ISFL**


Fuente: Banco de España.

la ligera moderación en el descenso del patrimonio de los fondos de inversión FIAMM y FIM de renta fija, aunque siguen mostrando tasas de variación negativas superiores al 30 %. La evolución de este grupo de fondos de inversión ha venido condicionada por el elevado volumen de reembolsos netos que se ha producido a lo largo del año 2000, cercano a los 23 mm de euros, a pesar del ligero aumento experimentado en la rentabilidad obtenida por este tipo de inversiones en el último trimestre. Por lo que respecta al resto de fondos de inversión —internacionales y de renta variable—, continúan mostrando incrementos interanuales de su patrimonio superiores al 20 %. Las suscripciones netas de este tipo de fondos —que alcanzan, en la parte transcurrida del año, 10 mm de euros— muestran la mayor preferencia de los inversores por fondos que invierten su patrimonio en renta variable y en instrumentos denominados en moneda extranjera, ante las mayores rentabilidades que están obteniendo. En este sentido, es destacable que más del 90 % de las suscripciones netas se ha concentrado en los FIM internacionales, como consecuencia de la mejor evolución de los mercados bursátiles internacionales y del

GRÁFICO 9

**Financiación a los sectores residentes  
no financieros**


Fuente: Banco de España.

comportamiento del dólar. Si se analiza un agregado que contenga la totalidad de los fondos de inversión, lo que permitiría internalizar los posibles trasvases desde instrumentos integrados dentro de los activos financieros líquidos, este presenta unos crecimientos interanuales en torno al 5 % a lo largo del año 2000.

Respecto a la financiación obtenida por el conjunto de los sectores residentes no financieros, la información del mes de octubre muestra un ligero repunte en la tasa de crecimiento interanual de esta variable, hasta el 12,4 % (véase cuadro 4). Este incremento ha venido expli-

CUADRO 4

**Financiación a las sociedades no financieras, los hogares e ISFL y Administraciones Públicas (a)**  
**Crecimiento interanual (T1, 12)**

	2000 OCT (b)	1998 DIC	1999 DIC	2000 AGO	2000 SEP	2000 OCT
<b>1. Financiación total (2 + 3)</b>	<b>964,9</b>	<b>11,0</b>	<b>11,8</b>	<b>11,1</b>	<b>12,1</b>	<b>12,4</b>
<b>2. Sociedades no financieras, hogares e ISFL</b>	<b>660,1</b>	<b>16,8</b>	<b>18,5</b>	<b>16,6</b>	<b>18,2</b>	<b>17,4</b>
Del cual:						
Crédito de entidades de crédito residentes	526,3	16,0	16,1	16,4	17,3	16,2
Valores de renta fija + financiación intermediada por fondos de titulización	39,2	17,5	24,7	14,5	8,0	7,8
<b>3. Administraciones Públicas</b>	<b>304,8</b>	<b>3,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>3,1</b>
Valores a corto plazo	46,7	-16,2	-11,0	-2,4	-6,1	-8,4
Valores a largo plazo	264,0	13,0	10,9	7,8	8,0	9,9
Créditos - depósitos (c)	-6,0	-4,6	-13,4	-12,5	-11,8	-10,3

Fuente: Banco de España.

(a) La información contenida en este cuadro tiene carácter provisional, pudiendo estar sujeta a alguna revisión, debida a modificaciones en las series de base.

(b) Saldo en miles de millones de euros.

(c) Variación interanual del saldo.

cado, fundamentalmente, por el aumento de la financiación obtenida por las Administraciones Públicas, mientras que el crédito concedido a las sociedades no financieras y hogares se ha mantenido en niveles similares a los observados en meses anteriores (véase gráfico 9).

En cuanto al sector privado, los datos correspondientes al mes de octubre muestran una cierta estabilización de los ritmos de crecimiento de la financiación recibida, en torno a una tasa interanual del 17 %. La evolución reciente está influida por los créditos recibidos en los últimos meses por empresas de telecomunicaciones para hacer frente a la adquisición de licencias de UMTS en distintos países y, en general, para financiar su expansión internacional. La tasa de crecimiento del componente más importante de la financiación obtenida por el sector privado no financiero —los préstamos de las entidades de crédito residentes— se ha situado en octubre ligeramente por encima del 16 %. Del resto de componentes, el crédito exterior ha mostrado un repunte en sus ritmos de expansión, posiblemente asociado al hecho comentado anterior-

mente, mientras que la tasa de incremento de los recursos obtenidos mediante la emisión de valores se ha desacelerado en los últimos meses. En noviembre, de acuerdo con la información provisional disponible, la financiación al sector privado mantuvo estas altas tasas de crecimiento, aunque ha variado la contribución relativa de cada instrumento, con un mayor dinamismo del crédito bancario concedido por las entidades residentes.

Finalmente, la financiación obtenida por las Administraciones Públicas experimentó, en el mes de octubre, un importante crecimiento, hasta situarse su tasa interanual por encima del 3 %. Esta evolución ha venido determinada por el importante aumento del saldo de valores a largo plazo, relacionado con la estabilidad de los tipos de interés a largo plazo, que ha permitido confirmar el proceso de aumento de la vida media de la deuda emitida. El resto de componentes mantuvo un comportamiento similar al observado en meses anteriores.

28.12.2000.

---

# El funcionamiento de las subastas a tipo variable en las operaciones principales de financiación del Eurosistema

*Este artículo ha sido elaborado por Juan Ayuso, del Servicio de Estudios.*

## 1. INTRODUCCIÓN

En su reunión del 8 de junio de 2000, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) tomó la decisión de sustituir el sistema de subastas a tipo fijo mediante el cual se habían ejecutado las operaciones principales de financiación (OPF) del Eurosistema desde el inicio de la Etapa Tres, por un sistema de subastas a tipo variable con el anuncio de un tipo de interés mínimo. Esta decisión fue la respuesta del Consejo al fenómeno de las pujas excesivas —*overbidding*—, en virtud del cual la liquidez demandada por las entidades en las OPF llegó a multiplicar por más de 100 sus verdaderas necesidades.

Aunque el tiempo transcurrido desde entonces no es suficiente aún para realizar un análisis concluyente sobre la experiencia de las subastas a tipo variable, sí ofrece la posibilidad de llevar a cabo un examen preliminar que aporte un primer juicio, necesariamente provisional y tentativo, al respecto. Este es el objetivo de este artículo, en el que se analizan separadamente la evolución del *overbidding*, la capacidad de señalización del nuevo sistema y el comportamiento de las entidades del área a la hora de pujar tipos de interés.

Las conclusiones generales de este primer análisis de las subastas a tipo variable con anuncio de un tipo mínimo pueden resumirse señalando que: *i)* han puesto fin al fenómeno del *overbidding*; *ii)* no parecen mostrar una capacidad de señalización inferior a la de las subastas a tipo fijo, incluso en períodos de expectativas de subidas de tipos de interés, y *iii)* han sido rápidamente asimiladas por las entidades, cuyas pujas en términos de tipos de interés muestran un elevado grado de concentración.

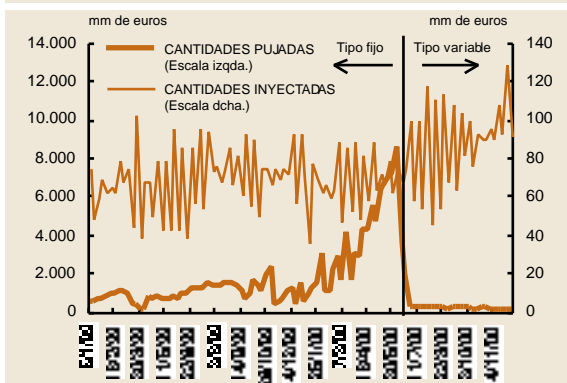
## 2. LA EVOLUCIÓN DEL FENÓMENO DEL *OVERBIDDING*

Como se ha comentado en la introducción, la persistencia —e, incluso, el agravamiento— del fenómeno del *overbidding* está en la raíz de la decisión del Consejo de cambiar el tipo de subasta para las OPF (1). El gráfico 1 muestra la evolución de las pujas agregadas de las entidades y de las cantidades finalmente inyectadas en las OPF del Eurosistema desde el inicio de la Etapa Tres hasta la del día 12 de diciembre

---

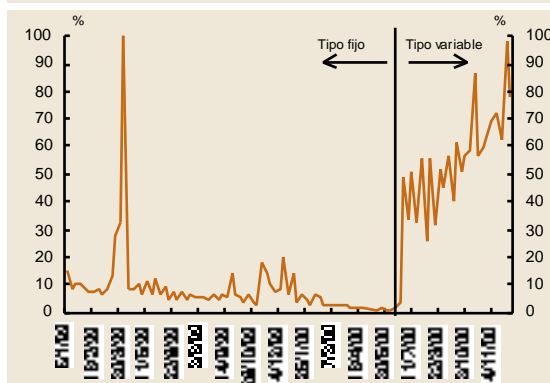
(1) Para un mayor detalle, véase Ayuso (2000).

GRÁFICO 1

**Demandas de liquidez y liquidez efectivamente concedida**

Fuente: BCE.

GRÁFICO 2

**Tasa de prorrateo**

Fuente: BCE.

de 2000. Como puede observarse, hasta el momento del cambio en el tipo de subasta las pujas mostraban una clara tendencia creciente, que contrastaba fuertemente con la estabilidad de la liquidez efectivamente proporcionada por el Eurosistema. El gráfico 2 muestra la consecuente tendencia decreciente en la llamada *ratio* de prorrateo: el cociente entre la cantidad inyectada y la cantidad solicitada a través de las pujas. Esta *ratio*, cuya media durante el período de subastas a tipo fijo se situó en el 8,22 %, alcanzó un mínimo del 0,87 %, lo que implica que las entidades llegaron a solicitar más de 100 veces la liquidez que realmente necesitaban.

A partir del cambio de subasta, sin embargo, se ha producido una modificación sustancial en el comportamiento de las entidades a este respecto. Las cantidades solicitadas se han reducido drásticamente en un contexto en el que, como muestra la continuidad de las cantidades inyectadas, las necesidades de liquidez no lo han hecho (2). La *ratio* de prorrateo media se ha elevado hasta el 56,25 % y, lo que es aún más importante, muestra una tendencia creciente que contrasta claramente con la situación previa al cambio de subasta. Este comportamiento se ha mantenido, incluso, en subastas que, muy probablemente, estuvieron dominadas por fuertes expectativas de subidas de tipos, como las que precedieron a los aumentos de 25 puntos básicos en el tipo mínimo de la subasta decididos por el Consejo de Gobierno del BCE en sus reuniones del 31 de agosto y el 5 de octubre de 2000.

(2) Existen dos vías alternativas a las OPF para que las entidades obtengan la liquidez que necesitan: las operaciones de financiación a más largo plazo y la facilidad marginal de crédito. Ninguna de estas partidas, sin embargo, ha experimentado cambios sustanciales a partir de junio de 2000.

En definitiva, la evidencia acumulada en estos primeros seis meses muestra que el nuevo sistema ha puesto freno al fenómeno del *over-bidding*, aunque, como ya se ha comentado, el período transcurrido es aún insuficiente para emitir un juicio definitivo.

### 3. LA CAPACIDAD DE SEÑALIZACIÓN DEL NUEVO SISTEMA

Durante el debate que precedió a la decisión del Consejo de modificar el tipo de subasta para las OPF, se señaló con frecuencia que una posible debilidad del sistema de subastas a tipo variable radicaba en su menor capacidad relativa para señalar convenientemente ante los mercados y el público, en general, el tono deseado de la política monetaria. De hecho, el anuncio de un tipo de interés mínimo por debajo del cual el Eurosistema no acepta pujas se concibió como un mecanismo para reforzar la capacidad de señalización de las subastas a tipo variable puras. Parece, pues, oportuno preguntarse por el funcionamiento del nuevo sistema a este respecto.

Para analizar la capacidad de señalización del nuevo sistema y, en particular, para compararla con la del sistema de subastas a tipo fijo, en este artículo se distingue entre períodos de «calma» o de ausencia de expectativas claras con respecto al futuro de los tipos de interés y períodos de «tensión» o de expectativas de subidas de tipos de interés (3). Más concretamente,

(3) Desde el inicio de la Etapa Tres, solo se ha producido una bajada de tipos —el 8 de abril de 1999— y no parece posible identificar (al menos, hasta la fecha de cierre de este artículo) una etapa de expectativas continuadas de bajadas de tipos durante el período de subastas a tipo variable.

CUADRO 1

## Capacidad de señalización de las subastas: variabilidad del EONIA

Período	Tipo de subasta	Variabilidad del tipo EONIA (a)
A. PERÍODOS DE CALMA		
14/04/99 – 05/05/99	Tipo fijo	0,015
10/11/99 – 01/12/99	Tipo fijo	0,048
<i>Promedio de los períodos de tipo fijo</i>		0,031
05/07/00 – 26/07/00	Tipo variable (b)	0,007
11/10/00 – 01/11/00	Tipo variable (b)	0,019
<i>Promedio de los períodos de tipo variable</i>		0,013
B. PERÍODOS DE Tensión		
13/10/99 – 03/11/99	Tipo fijo	0,118
12/01/00 – 02/02/00	Tipo fijo	0,041
23/02/00 – 15/03/00	Tipo fijo	0,027
05/04/00 – 26/04/00	Tipo fijo	0,039
17/05/00 – 07/06/00	Tipo fijo	0,044
<i>Promedio de los períodos de tipo fijo</i>		0,054
09/08/00 – 30/08/00	Tipo variable (b)	0,041
13/09/00 – 04/10/00	Tipo variable (b)	0,026
<i>Promedio de los períodos de tipo variable</i>		0,034
(a) Cociente entre la desviación típica y la media del tipo EONIA. Para evitar distorsiones, se han eliminado de la muestra los días correspondientes a los cierres de los períodos de mantenimiento del coeficiente de caja.		
(b) Con anuncio de un tipo mínimo.		

te, los períodos de calma se definen como los que comienzan con la primera subasta posterior a las decisiones del Consejo de Gobierno de modificar los tipos de interés. Los de tensión, como los que terminan el día antes de las decisiones de subir tipos.

La longitud de estos períodos se ha fijado en tres semanas, lo que debe interpretarse como una solución de compromiso entre la necesidad de disponer de un número suficiente de datos en cada período y la necesidad de garantizar la homogeneidad de las expectativas durante los mismos. En todo caso, cuando un período de calma se solapa con un período de tensión, se elimina el primero, de modo que no se consideren períodos de calma los que siguen a aumentos de los tipos de interés que, dada la proximidad de una subida de tipos posterior, podrían haber sido considerados como insuficientes por parte del mercado. En definitiva, este procedimiento permite identificar cuatro períodos de calma y siete de tensión (hasta la OPF del 12 de diciembre de 2000) de los que dos y cinco, respectivamente, corresponden a la etapa de subastas a tipo fijo.

La capacidad de señalización efectivamente demostrada por uno y otro tipo de subasta se valora, primeramente, sobre la base de la mayor

o menor estabilidad del tipo de interés EONIA, que, como es bien sabido, constituye el origen de la estructura temporal de los tipos de interés en el área del euro. Después de todo, los efectos de la política monetaria sobre los tipos de interés a más largo plazo —que son los que condicionan las decisiones de consumo y de inversión de los agentes— se canalizan, precisamente, a través de los movimientos inducidos en este tipo de interés.

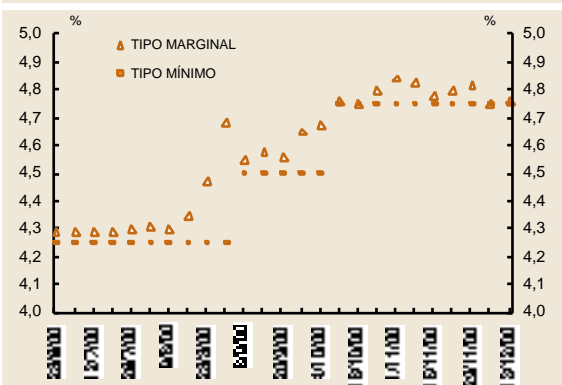
El cuadro 1 muestra los valores del cociente entre la desviación típica del tipo EONIA y su media durante los diferentes períodos de calma y de tensión (4). Aunque, una vez más, la ausencia de una muestra más amplia aconseja tomar los resultados con las debidas cautelas, sí resulta interesante señalar que tanto en períodos de calma como en períodos de tensión la variabilidad del tipo EONIA durante la etapa de subastas a tipo variable es similar, cuando no inferior, a la experimentada durante la etapa de subastas a tipo fijo. Un resultado especialmente interesante del cuadro 1 es el hecho de que, en

(4) Dividiendo por la media se corrigen los efectos de los cambios en el nivel del tipo EONIA asociados a las subidas del tipo de interés de intervención del Eurosistema (es decir, del tipo fijo de la subasta a tipo fijo o del tipo mínimo de la subasta a tipo variable).



GRÁFICO 3

## El diferencial entre los tipos marginal y mínimo en las OPF a tipo variable



Fuente: BCE.

los períodos de tensión ocurridos en presencia de subastas a tipo variable, el tipo EONIA no ha sido más volátil de lo que lo fue cuando se produjeron tensiones similares durante la etapa en la que las OPF se ejecutaban mediante subastas a tipo fijo. Esto sugiere que la capacidad de señalización del sistema actual no es inferior a la del sistema precedente.

En contra de esta última afirmación cabría argumentar que, como es bien conocido, el diferencial entre los tipos marginal y mínimo de la subasta a tipo variable se ha ampliado notablemente durante los períodos de tensión que precedieron a las subidas de tipos decididas los días 31 de agosto y 5 de octubre pasados, tal y como muestra el gráfico 3. Ciertamente, la divergencia entre estos dos tipos de interés plantea, potencialmente al menos, un problema de señalización en la medida en la que los mercados puedan interpretar las variaciones en el tipo marginal no asociadas a variaciones en el tipo mínimo en términos de cambios en el tono de la política monetaria.

Conviene recordar, sin embargo, que el tipo marginal de la subasta es el resultado de la interacción entre las necesidades de liquidez estimadas por el BCE —un determinante fundamental de su oferta— y las demandas de liquidez de las entidades. Ahora bien, la demanda de liquidez, a su vez, depende crucialmente de las expectativas de las entidades sobre la evolución futura de los tipos de interés. En consecuencia, si, en períodos de fuertes expectativas de subidas de tipos de interés —y, por tanto, de una excesiva demanda de liquidez—, el Eurosistema no inyecta más liquidez de la que se deriva de sus estimaciones de las necesidades agregadas, estas expectativas —que no ha-

brían conseguido atajarse mediante la señal emitida a través de la continuidad del tipo mínimo de la subasta— se reflejarán, necesariamente, en un aumento del tipo marginal y, por tanto, de la brecha entre este y el tipo mínimo.

Es evidente, sin embargo, que este aumento del diferencial es la consecuencia de un problema previo de señalización y no la causa del mismo. De hecho, estos problemas de señalización podrían plantearse igualmente en el marco del sistema anterior de subastas a tipo fijo con fuerte prorrateo. Así, si en un contexto de subastas a tipo fijo la señal emitida mediante la continuidad del tipo fijo de la subasta no consigue doblegar las expectativas alcistas, se producirá un incremento del diferencial entre el tipo de interés del mercado monetario y el tipo fijo. La razón es que, ante la expectativa de una pronta subida de tipos, cada entidad acudirá al mercado monetario para tratar de obtener más liquidez antes de que se produzca la subida que, correcta o incorrectamente, espera. Como la liquidez total proporcionada por el Eurosistema no es suficiente para atender este exceso de demanda, los tipos de interés del mercado se tensionarán.

Los argumentos expuestos en los párrafos anteriores ponen de relieve que, si se ha de juzgar la capacidad de señalización de los distintos tipos de subasta en períodos de tensión a partir de la evolución de un diferencial entre tipos de interés, el diferencial relevante es el que se produce entre el tipo de interés a través del cual el Eurosistema señala el tono de su política y el tipo de interés del mercado monetario que mejor refleja las expectativas de los agentes sobre dicho tono. En esta línea, el cuadro 2 muestra el porcentaje medio de desviación del EONIA con respecto al tipo de interés que, en cada tipo de subasta, señala el tono de la política monetaria, a lo largo de los distintos períodos de tensión identificados en este artículo (5).

Según puede comprobarse, la desviación entre el tipo de interés del mercado y el tipo de interés señalizador durante los períodos de tensión que se han identificado durante la etapa de subastas a tipo variable es de un orden de magnitud similar, si no inferior, al que se registró en anteriores períodos de tensión con subastas a tipo fijo. Por lo tanto, la evidencia presentada en el cuadro 2 abunda en el resultado principal que se deriva del cuadro 1: en períodos de expectativas de subidas de tipos, la ca-

(5) Esto es, el diferencial entre el EONIA y la señal, dividido por el nivel de la señal. Como en el caso del cuadro 1, la división por el nivel de la señal es la manera de «aislar» los efectos asociados a cambios en el nivel del tipo de interés de intervención.

CUADRO 2

**Capacidad de señalización de las subastas: diferencial EONIA-señal en períodos de tensión**

Período	Tipo de subasta	Señal	Desviación mercado-señal (a)
13/10/99 – 03/11/99	Tipo fijo	Tipo fijo	0,032 %
12/01/00 – 02/02/00	Tipo fijo	Tipo fijo	0,030 %
23/02/00 – 15/03/00	Tipo fijo	Tipo fijo	0,048 %
05/04/00 – 26/04/00	Tipo fijo	Tipo fijo	0,051 %
17/05/00 – 07/06/00	Tipo fijo	Tipo fijo	0,075 %
<i>Promedio de los períodos de tipo fijo</i>			0,047 %
09/08/00 – 30/08/00	Tipo variable (b)	Tipo mínimo	0,046 %
13/09/00 – 04/10/00	Tipo variable (b)	Tipo mínimo	0,028 %
<i>Promedio de los períodos de tipo variable</i>			0,037 %

(a) Cociente entre el diferencial entre el EONIA y la señal, por un lado, y la propia señal, por otro. Para evitar distorsiones, se han eliminado de la muestra los días correspondientes a los cierres de los períodos de mantenimiento del coeficiente de caja.

(b) Con anuncio de un tipo mínimo.

pacidad de señalización de las subastas a tipo variable con el anuncio de un tipo mínimo no parece ser inferior, hasta el momento, a la de las subastas a tipo fijo.

#### 4. LOS TIPOS DE INTERÉS PUJADOS POR LAS ENTIDADES

Un último aspecto del cambio en el tipo de subasta que se analiza brevemente en este artículo es el comportamiento de las entidades a la hora de realizar sus pujas en el nuevo sistema de subastas a tipo variable. En este sentido, el principal resultado que conviene recalcar es el notable grado de concentración de las pujas.

Así, un primer dato que avala este elevado grado de concentración es la proximidad entre los tipos de interés marginal y medio de las subastas realizadas hasta la fecha de cierre de este artículo: el diferencial medio entre ambos tipos de interés ha sido inferior a los dos puntos básicos. Un análisis más detallado de la distribución de las pujas en cada una de las subastas revela que la desviación típica de los tipos de interés pujados ha sido reducida (en torno a los dos puntos básicos), excepto en los albores de las decisiones del Consejo de aumentar los tipos de interés.

La elevada concentración de las pujas parece indicar que las entidades han asimilado rápidamente y apropiadamente las peculiaridades del

nuevo sistema, de modo que, en general, no se producen grandes disparidades entre ellas.

#### 5. CONCLUSIONES

La evidencia que se ha mostrado a lo largo de este breve artículo permite valorar positivamente la decisión del 8 de junio de 2000 del Consejo de Gobierno del BCE de sustituir las subastas a tipo fijo por subastas a tipo variable con el anuncio de un tipo mínimo para la realización de las OPF del Eurosistema.

Así, en primer lugar, el fenómeno del *over-bidding*, principal causante de la decisión, ha remitido notablemente. En segundo lugar, la corrección de este problema no parece haberse logrado al precio de debilitar la capacidad del Eurosistema para señalar adecuadamente el tono deseado de la política monetaria. Antes al contrario, la capacidad de señalización del nuevo sistema de subastas parece haber estado al mismo nivel que la del sistema previo, incluso en períodos de expectativas de subidas de tipos. Por último, las entidades parecen haber asimilado rápidamente y sin traumas el nuevo sistema, de modo que sus pujas en términos de tipos de interés tienden a mostrar un elevado grado de concentración.

18.12.2000.



## BIBLIOGRAFÍA

AYUSO, JUAN (2000). «Las operaciones principales de financiación del Eurosistema: las razones del cambio a un sistema de subastas a tipo variable», Banco de España, *Boletín económico*, junio.

---

# La estructura por tamaño de empresas de las ramas de servicios

*Este artículo ha sido elaborado por Soledad Núñez, del Servicio de Estudios.*

## 1. INTRODUCCIÓN

Uno de los rasgos diferenciales que presenta la rama de servicios destinados a la venta en las economías occidentales es el reducido crecimiento de la productividad aparente del trabajo. Así, según datos de la Contabilidad Nacional, durante el período 1980-1997 la productividad aparente del trabajo de los servicios destinados a la venta creció, en un conjunto representativo de países de la Unión Europea (UE), a una tasa media anual del 1,4 %, mientras que en la rama manufacturera dicha tasa alcanzó el 2,8 %. En España, y en el mismo período, la tasa de crecimiento de la productividad de la rama de los servicios destinados a la venta fue más modesta, de un 0,5 % en media anual, siendo la de manufacturas del 2,6 %.

La literatura económica ha esgrimido diversas razones para explicar el modesto crecimiento y nivel de la productividad de la rama de servicios, que se suman a los problemas de medición, motivados, en parte, por las dificultades para homogeneizar plenamente los indicadores que se utilizan para estimar el crecimiento del valor añadido y del empleo (1). Entre estas razones cabe destacar la propia naturaleza económica de la rama de servicios, que se caracteriza por utilizar de forma más intensiva el factor trabajo, lo que reduce, en comparación con el sector manufacturero, las posibilidades de incorporar las innovaciones tecnológicas; su menor grado de competencia, que tiende a limitar los incentivos a innovar, y su estructura organizativa, con una mayor presencia de empresas pequeñas. Este último argumento se basa en la hipótesis de que, en aquellos procesos productivos caracterizados por economías de escala y con acceso a mercados de capitales imperfectos, el tamaño de una empresa puede ser un factor relevante a la hora de explicar resultados económicos tales como la producción y la productividad (2). Así, en la medida en que el proceso productivo presente economías de escala, la productividad de las pequeñas empresas registrará un nivel más reducido que el de las grandes. Por otra parte, la existencia de restricciones de financiación ajena más acusadas que las que experimentan las empresas de

---

(1) Véase el trabajo *La rama de servicios en España: un análisis comparado*, de Soledad Núñez y Miguel Pérez, Documento de Trabajo nº 0009, Servicio de Estudios, Banco de España.

(2) A su vez, el tamaño de una empresa es una variable económica que depende de numerosos factores, entre ellos, las características del proceso productivo, la estructura del mercado de capitales y el marco regulatorio.

mayor tamaño podría determinar una inversión relativa menor en las pequeñas empresas y, con ello, un nivel y tasa de crecimiento de la productividad más reducidos. Por consiguiente, la estructura por tamaño de las empresas integrantes de una determinada rama de actividad puede ser uno de los factores explicativos del nivel y crecimiento de la productividad observada en el conjunto de la rama, de forma que ayude a explicar los diferenciales de productividad entre distintas ramas de actividad y, dentro de una misma rama, entre diferentes economías. Este conjunto de razones explicativas del menor crecimiento de la productividad en las ramas de servicios debe valorarse, en el caso de la economía española, teniendo en cuenta que, en los últimos años, el patrón de crecimiento intensivo en la creación de empleo ha resultado coherente con su dotación de factores productivos, permitiendo elevar la tasa de ocupación de forma notable.

La dificultad para determinar con precisión en qué medida cada uno de estos factores contribuye a explicar la menor productividad de la rama de servicios se ve agravada cuando las economías analizadas se ven inmersas en procesos de reformas económicas sustanciales, como puede ser el caso de las economías europeas a lo largo de los últimos años. Con todo, en este trabajo se examina la estructura organizativa que presentan las diferentes ramas integrantes de los servicios destinados a la venta en la economía española, con objeto de investigar si las características que presenta dicha estructura pueden constituir uno de los factores explicativos del reducido nivel y crecimiento de la productividad observados en las mismas. Para ello, se compara la estructura por tamaño de empresas de las ramas de servicios destinados a la venta con la de otras ramas de actividad y con la de otros países europeos. Además, para aquellas ramas de las que se dispone de datos sobre producción, concretamente las de distribución y hostelería, se examina la relación observada entre productividad y tamaño de empresa. Desafortunadamente, los datos disponibles, que abarcan únicamente el período 1993-1997, no permiten realizar un análisis de las tendencias a largo plazo observadas en la estructura por tamaño de las empresas, pero, dado que dicha estructura tiene una evolución relativamente lenta, sí es posible caracterizar los rasgos generales de la misma.

Los datos utilizados provienen, en su mayor parte, de la base de datos Sistema Monetario Europeo (SME) —pequeña y mediana empresa— elaborada por Eurostat, que cubre el período 1993-1997. La base SME contiene información sobre el número de empresas y de ocupados por rama de actividad y, dentro de cada

rama de actividad, por categorías de tamaño de empresa para cada uno de los países de la UE. Las categorías de tamaño de empresa disponibles son cinco: empresas sin asalariados, micro empresas —de 1 a 9 asalariados—, empresas pequeñas —de 10 a 49 asalariados—, empresas medianas —de 50 a 249 asalariados— y empresas grandes —más de 250 asalariados—. El nivel de desagregación por rama de actividad que presenta la base SME es de tres dígitos, siguiendo la Clasificación Nacional de Actividades Económicas de 1993 (CNAE 93) (3). No obstante, a ese nivel de desagregación, la información disponible es, para la mayor parte de los países miembros, muy incompleta, por lo que en este trabajo se ha utilizado el nivel de desagregación de dos dígitos, seleccionando aquellas divisiones que la Contabilidad Nacional engloba dentro de la rama de servicios destinados a la venta, exceptuando las de intermediación financiera, educación y sanidad destinada a la venta (4). Además, con objeto de realizar comparaciones con otras ramas productivas, se han tenido en cuenta los siguientes agregados que presenta la base SME: el conjunto de la rama industrial y un subconjunto representativo de la economía de mercado (5). Los países elegidos para realizar el análisis son, además de España, Alemania, Bélgica, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y Suecia (6). Por último, se debe mencionar que para las ramas de distribución (comercio mayorista, comercio minorista, y venta y reparación de vehículos de motor) y de hostelería la base SME dispone también de datos sobre producción en cada una de las categorías de empresa mencionadas.

Para el caso español, la información disponible en la base SME se complementa con la del DIRCE (directorio de empresas elaborado por el INE) para el período 1995-1998, que contiene información sobre el número de empresas y de asalariados para cada una de las categorías de tamaño de empresa, con un nivel

(3) La CNAE 93 agrupa las actividades económicas, de menor a mayor nivel de desagregación, en: secciones, divisiones (dos dígitos), grupos (tres dígitos) y clases (cuatro dígitos).

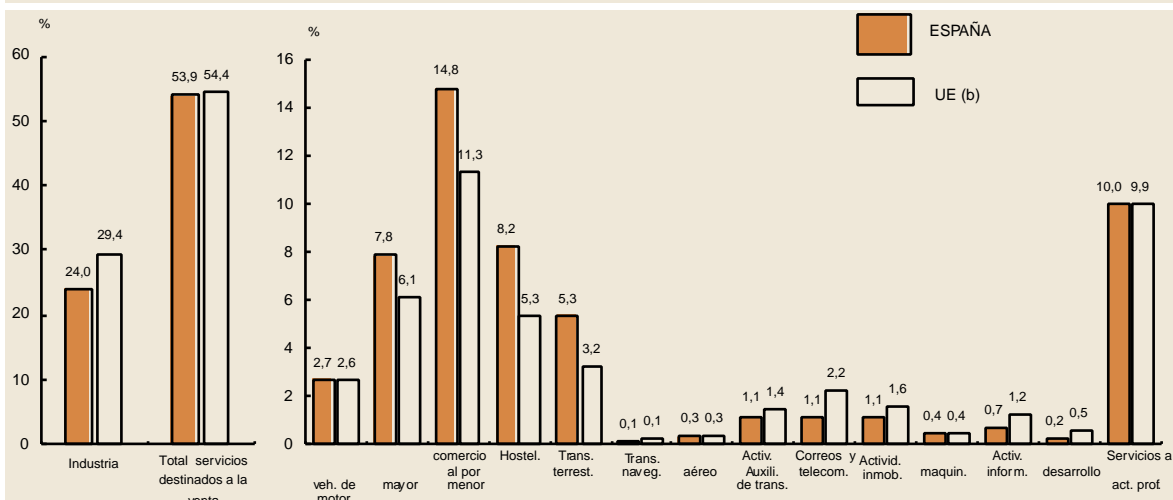
(4) Concretamente, las divisiones seleccionadas son: venta y reparación de vehículos de motor, comercio mayorista, comercio minorista, hostelería, transporte terrestre, transporte de navegación, transporte aéreo, actividades auxiliares de transportes, correos y telecomunicaciones, actividades inmobiliarias, alquiler de maquinaria y equipo, actividades informáticas, investigación y desarrollo, y actividades profesionales y de servicios a empresas.

(5) El conjunto de la rama industrial incluye las manufacturas, energía y las industrias extractivas. El subconjunto de la economía de mercado incluye el total de la economía, excepto agricultura, administración pública, educación y actividades de organizaciones asociativas y extraterritoriales.

(6) Se ha escogido aquel grupo de países para los que se dispone de datos en todas las ramas analizadas.

GRÁFICO 1

**El empleo en las ramas de servicios destinados a la venta  
España-UE (1993-1997) (a)**



Fuente: Base SME de Eurostat.

(a) Porcentaje de ocupados en las ramas de servicios destinados a la venta sobre el total de ocupados de la economía de mercado definida como el total economía, excluyendo agricultura, administración pública y educación.

(b) Aproximado a partir de la media de los siguientes países: Alemania, Bélgica, Francia, Holanda, Italia, Reino Unido y Suecia.

de desagregación por ramas de tres dígitos. Desafortunadamente, los datos disponibles en una y otra fuente de información no son estrictamente comparables: en primer lugar, porque los que proceden de la base SME se refieren a ocupados, mientras que los del DIRCE contemplan únicamente a los asalariados; y, en segundo lugar, porque los primeros incluyen las empresas cuya condición jurídica es de persona física, mientras que los del DIRCE no considera este tipo de empresas (7). No obstante, puede observarse que la estructura por tamaño de empresa que se observa en una y otra fuente de información es similar en términos relativos (8). En este trabajo se presentan los resultados obtenidos con la información disponible en la base SME, ya que permite llevar a cabo un

análisis comparativo con los países de la UE. Por su parte, los datos del DIRCE se han utilizado de manera complementaria, fundamentalmente a la hora de examinar la estructura organizativa, con un mayor nivel de detalle que el ofrecido por la base SME.

El trabajo se organiza como sigue: en el epígrafe 2 se describen los rasgos generales que presenta la estructura organizativa del conjunto de las ramas de servicios en la economía española, comparándola, por una parte, con la observada en la industria y, por otra, con la del conjunto de países europeos. En el apartado 3 se examina la productividad aparente del trabajo por categoría de tamaño de empresas para las ramas de distribución y hostelería. El apartado 4 resume las principales conclusiones del trabajo.

## 2. RASGOS GENERALES DE LA ESTRUCTURA ORGANIZATIVA DE LAS RAMAS DE SERVICIOS

### 2.1. La estructura por tamaño de empresas en la economía española

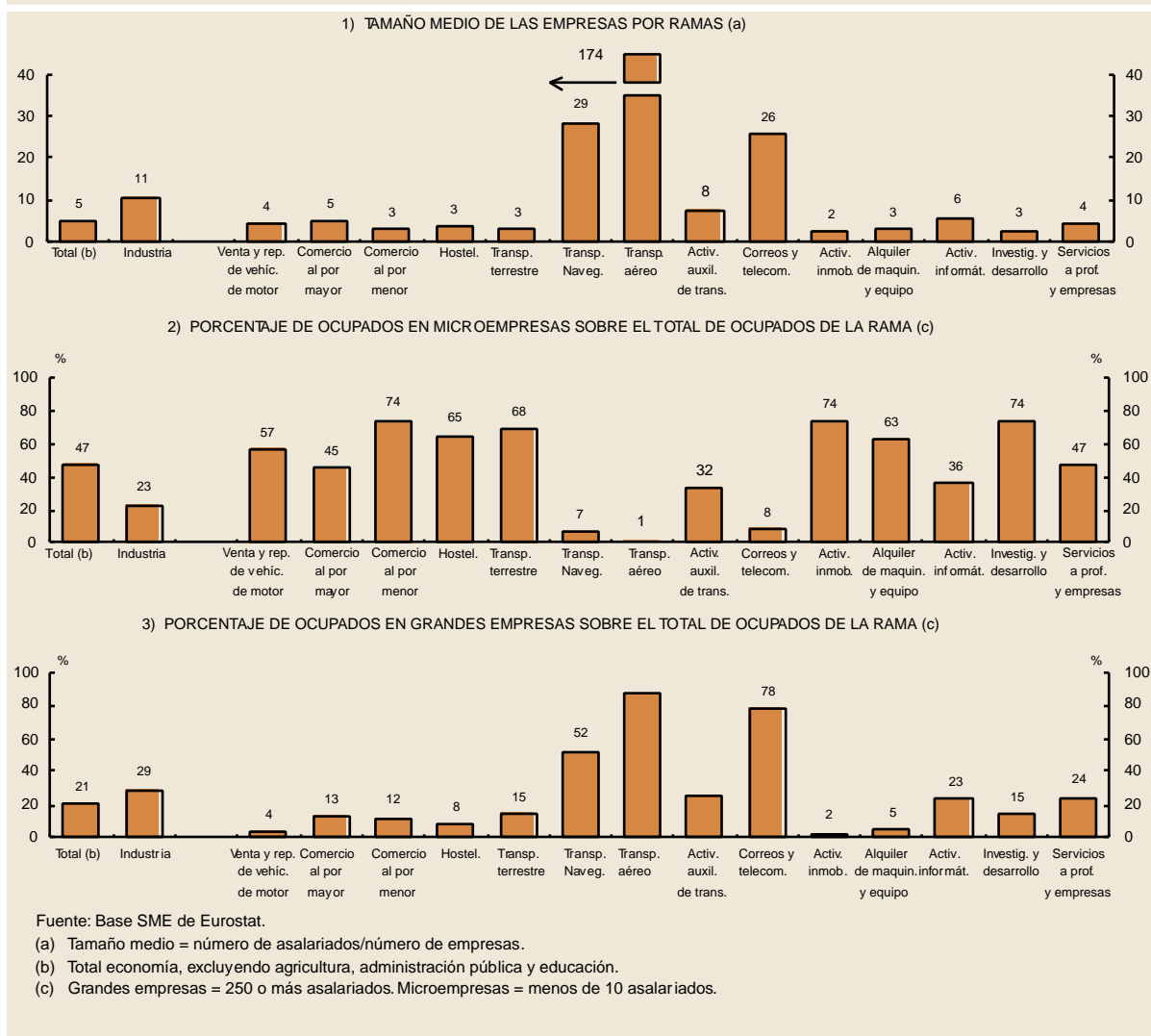
Con objeto de enmarcar la importancia de las ramas analizadas dentro del contexto general de la economía española, en el gráfico 1 se presenta el porcentaje de ocupados en cada una de las ramas de servicios destinados a la venta sobre el total de ocupados de la economía de mercado. Como se observa en dicho gráfico, estas ramas suponen, en conjunto, un

(7) Si bien el DIRCE recoge información para el total de empresas y ocupados, para este trabajo no ha sido posible disponer de los datos relativos a ocupados no asalariados ni a empresas con condición jurídica de persona física.

(8) Comparando estas dos fuentes de información, DIRCE y base SME, se observa que los ocupados no asalariados y las empresas cuya condición jurídica es persona física se concentran, fundamentalmente, en las categorías de menor tamaño, y tiene una mayor importancia relativa en algunas ramas de servicios (distribución y actividades profesionales, por ejemplo), de forma que la estructura por tamaño de empresa observada en una y otra fuente de información es diferente en términos absolutos, si bien muy similar en términos relativos. Con datos de la base SME, el peso de las empresas de reducido tamaño resulta ser, por las razones expuestas, sistemáticamente mayor que con los datos del DIRCE, pero la ordenación de ramas por peso de las empresas de reducido tamaño, o por tamaño medio, se mantiene, con independencia de qué fuente de información se utilice.

GRÁFICO 2

## Tamaño de las empresas y distribución de ocupados en las ramas de servicios de la economía española



54 % de los ocupados del total de la economía de mercado, en media del período 1993-1997, cifra notablemente superior a la que representan los ocupados en la industria (24 %). Las ramas con un mayor peso relativo son las de comercio al por menor, servicios a empresas y actividades profesionales y de hostelería. En la UE, las ramas de servicios absorben un porcentaje relativamente similar del empleo total de la economía de mercado, si bien, en comparación con el caso español, las ramas de hostelería, comercio minorista y transporte terrestre tienen una importancia menor, mientras que las de correos y telecomunicaciones y la de actividades informáticas alcanzan una importancia mayor.

Los rasgos que definen la estructura organizativa de las ramas de servicios de la economía española se resumen en el gráfico 2 a

través de la representación de tres estadísticos: el tamaño medio de las empresas de la rama —medido por el cociente entre los ocupados y el número de empresas—, el porcentaje de ocupados de la rama que ejercen su actividad en microempresas —aquellas con un número de asalariados entre cero y nueve— (9), y el porcentaje de ocupados que lo hacen en grandes empresas —número de salarios superior a 250—. Esta información se complementa con la que se aporta en el cuadro 1, en el que se presenta la distribución del empleo en las cuatro categorías de tamaño —micro, pequeña, mediana y grande—.

(9) La base SME ofrece información separada de las empresas sin asalariados y de aquellas con un número de los mismos inferior a 10. Ambas categorías se han unido, denominando a la suma de ellas categoría de microempresas.

CUADRO 1

**España-UE. Comparación de la estructura por tamaño de empresas**

Rama	País	Tamaño medio (a)	% ocup. en micro-empresas	% ocup. en pequeña empresa	% ocup. en mediana empresa	% ocup. en gran empresa	categoría de tamaño con mayor peso	% ocup. en grandes > 10 %	Grupo de estructura organizativa (b)
Industria	España	10,6	22,8	27,3	20,8	29,2	Grande	Sí	Todos los tamaños son significativos
	UE	16,6	13,5	18,5	18,2	49,9	Grande	Sí	Todos los tamaños son significativos
Venta y rep. de vehículos	España	4,2	56,9	31,3	8,1	3,6	Micro	No	Atomizada
	UE	4,5	51,0	25,1	10,7	13,2	Micro	Sí	Todos los tamaños son significativos
Comercio mayorista	España	4,8	44,8	26,7	15,5	13,0	Micro	Sí	Todos los tamaños son significativos
	UE	5,8	35,7	28,8	16,6	18,9	Micro	Sí	Todos los tamaños son significativos
Comercio minorista	España	2,9	74,2	10,1	3,5	12,2	Micro	Sí	Polarizada (micro y grande)
	UE	4,8	46,1	14,3	5,5	34,2	Micro	Sí	Polarizada (micro y grande)
Hostelería	España	3,5	64,8	17,1	9,9	8,2	Micro	No	Atomizada
	UE	5,1	51,2	22,1	8,2	18,6	Micro	Sí	Polarizada (micro y grande)
Transporte terrestre	España	3,0	68,2	11,9	5,2	14,7	Micro	Sí	Polarizada (micro y grande)
	UE	6,1	30,2	20,4	11,4	37,9	Grande	Sí	Todos los tamaños son significativos
Transporte de navegac.	España	28,5	6,6	15,8	26,6	52,5	Grande	Sí	Empresa grande dominante
	UE	9,0	19,4	13,1	22,3	45,2	Grande	Sí	Empresa grande dominante
Transporte aéreo	España	173,7	1,1	3,2	8,2	87,5	Grande	Sí	Empresa grande dominante
	UE	112,4	1,8	2,9	5,2	90,1	Grande	Sí	Empresa grande dominante
Activ. Aux. de transportes	España	7,5	32,4	23,0	18,5	26,0	Micro	Sí	Todos los tamaños son significativos
	UE	12,2	19,9	23,5	20,5	36,2	Grande	Sí	Todos los tamaños son significativos
Correos y telecomunic.	España	25,7	8,2	8,1	5,3	78,4	Grande	Sí	Empresa grande dominante
	UE	57,9	3,0	1,2	1,0	94,0	Grande	Sí	Empresa grande dominante
Actividades inmobiliarias	España	2,3	73,9	17,1	6,5	2,4	Micro	No	Atomizada
	UE	2,0	66,3	13,6	11,5	8,6	Micro	No	Atomizada
Alquiler de maq. y equipo	España	2,7	62,8	22,4	9,9	4,9	Micro	No	Atomizada
	UE	4,1	40,8	20,4	13,8	25,1	Micro	Sí	Todos los tamaños son significativos
Actividades informáticas	España	5,7	35,8	18,2	22,7	23,3	Micro	Sí	Todos los tamaños son significativos
	UE	5,6	33,3	22,5	19,8	24,4	Micro	Sí	Todos los tamaños son significativos
Investigación y desarrollo	España	2,5	73,6	7,7	8,6	14,7	Micro	Sí	Polarizada (micro y grande)
	UE	25,1	6,3	7,4	9,9	76,4	Grande	Sí	Empresa grande dominante
Servicios a empresas y act. prof.	España	4,0	47,0	13,9	14,9	24,3	Micro	Sí	Todos los tamaños son significativos
	UE	5,3	34,2	17,9	13,3	34,7	Grande	Sí	Todos los tamaños son significativos

Fuentes: Base SME de Eurostat y Banco de España.

(a) Tamaño medio=número de empleados/número de empresas.

(b) Criterios de clasificación de los grupos de estructura organizativa:

Empresa grande dominante = % de ocupados en empresa grande &gt; 50 %

Todos los tamaños son significativos = % de ocupados en todas las categorías de tamaño &gt;10 %

Atomizada = % de ocupados en microempresas &gt; 50 % y en grandes &lt; 10 %

Polarizada = % ocupados en micro y grandes empresas superior al de las restantes categorías y % ocupados en medianas empresas &lt; 10 %.



Como puede verse en el gráfico 2, la mayor parte de las ramas de servicios destinados a la venta muestra, en comparación con lo que ocurre en la rama industrial, una estructura organizativa en la que dominan las empresas de tamaño reducido. Esto se manifiesta, por una parte, en que el tamaño medio de las empresas de las ramas de servicios es muy inferior al de la empresa industrial y, por otra, en que se aprecian diferencias significativas en el porcentaje de empleo que absorben las empresas de distinta dimensión en uno y otro caso. Así, en las ramas de servicios el porcentaje de ocupados en microempresas es considerablemente mayor que en la industria, mientras que la proporción de ocupados en las grandes empresas es significativamente menor. Por otra parte, cabe señalar que la importancia relativa de las empresas de tamaño mediano en las ramas de servicios es, por lo general, reducida y solo las ramas de transporte de navegación, actividades auxiliares a los transportes y actividades informáticas registran un porcentaje de ocupados en esta categoría superior o similar al que se observa en la industria (véase cuadro 1).

Dentro de estas pautas generales, la comparación de la estructura organizativa de las distintas ramas de servicios permite concluir que existen diferencias reseñables entre ellas, pudiéndose establecer una clasificación en cuatro grupos en función de la distribución del empleo por categoría de empresa (10). El primer grupo estaría formado por las ramas en las que la empresa grande tiene un peso relativo mayoritario: transporte aéreo, transporte de navegación, y correos y telecomunicaciones. El segundo, por aquellas en las que se observa una cierta polarización en la estructura organizativa, donde el dominio de las empresas de tamaño reducido no excluye una presencia significativa de empresas grandes: comercio minorista, transporte terrestre, e investigación y desarrollo. El tercer grupo engloba aquellas ramas en las que todas las categorías de tamaño tienen una importancia relativa significativa. Dentro de este grupo se incluyen las ramas de comercio mayorista, actividades auxiliares de transporte, actividades informáticas y servicios a empresas. Por último, el cuarto grupo se caracteriza por

mostrar una estructura organizativa con un elevado grado de atomización, y está formado por las ramas de actividades inmobiliarias, alquiler de maquinaria y equipo, venta y reparación de vehículos de motor y hostelería.

En resumen, como rasgo común a la mayoría de las ramas de servicios, cabe destacar la mayor importancia relativa de las empresas de tamaño reducido, aunque dentro de esta pauta común se aprecian algunas diferencias de grado, que lleva, en algunos casos, a que la empresa de tamaño grande alcance una importancia relativa de cierta relevancia. Estas conclusiones generales se mantienen si el análisis se realiza a partir de la información que proporciona el DIRCE, si bien, en este caso, se observan en comparación a los resultados presentados en el gráfico 2, un tamaño medio de las empresas mayor y un peso relativo de las empresas de reducido tamaño significativamente menor (11).

## 2.2. Diferencias en la estructura organizativa de las ramas de servicios con la UE

Las diferencias que se observan en las estructuras organizativas de las diversas ramas de actividad pueden ser el resultado, entre otros factores, de la distinta naturaleza de los procesos productivos implicados. Por ello, resulta relevante comparar las estructuras organizativas de una misma rama de actividad entre diferentes economías. Con este propósito se presenta el gráfico 3, en el que se compara el tamaño medio y el porcentaje de ocupados en micro y en grandes empresas de cada una de las ramas consideradas entre España y la UE, y el cuadro 1, en el que se sintetiza el resto de información relevante.

En primer lugar, cabe señalar que también en la UE se observa una mayor importancia relativa de la empresa pequeña en la mayoría de las ramas de servicios, en comparación con la industria. Como se observa en el gráfico 3, solo las ramas de transporte aéreo, correos y telecomunicaciones e investigación y desarrollo presentan, para el conjunto de la UE, un porcentaje de ocupados en micro y grandes empresas menor y mayor, respectivamente, que en la industria.

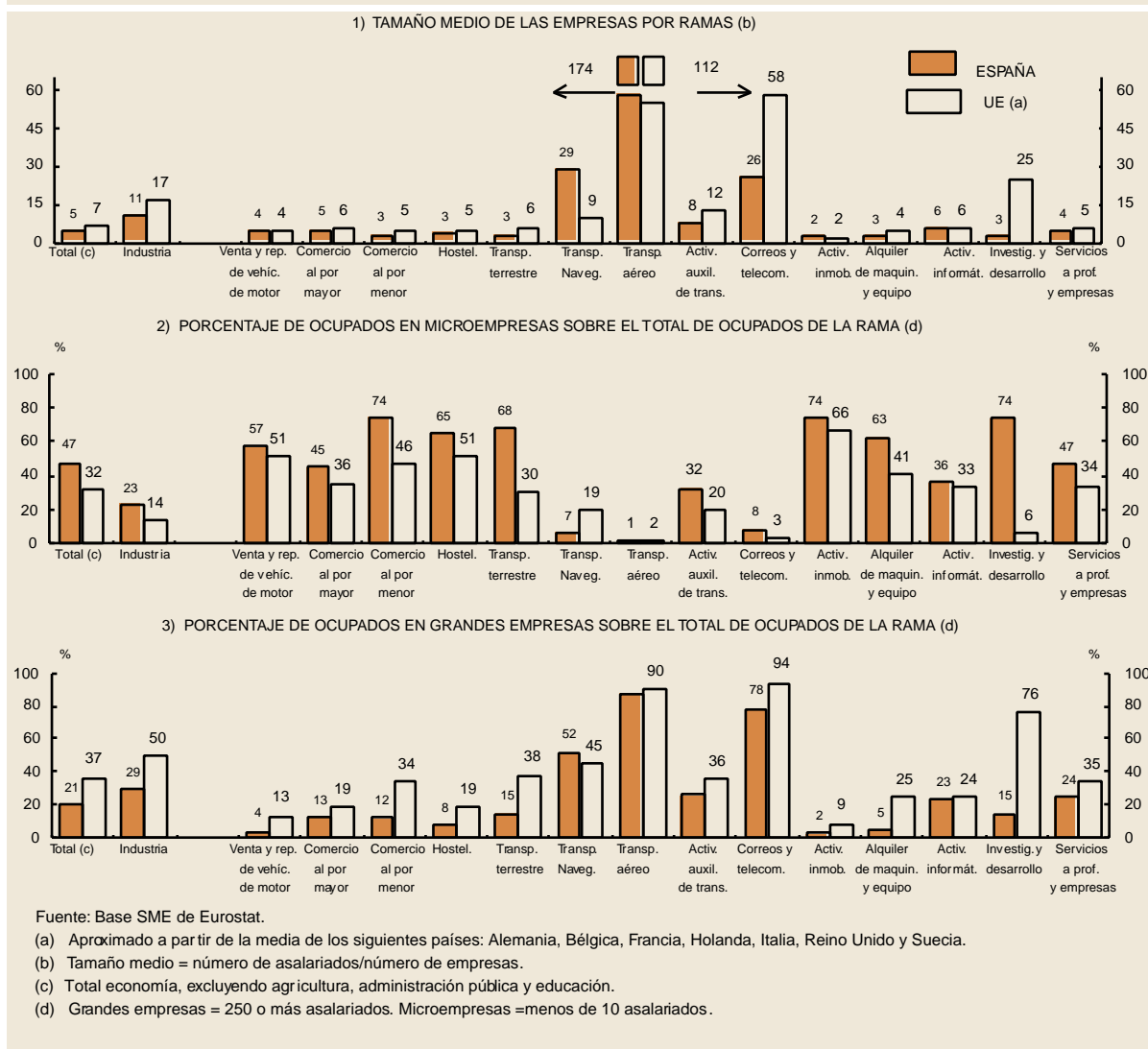
Ahora bien, la comparación de la estructura organizativa de cada una de las ramas de ser-

(10) Los criterios de clasificación de los distintos grupos son los que se indican a continuación. *Estructura de empresa grande dominante*: porcentaje de ocupados en empresa grande superior al 50 %. *Estructura polarizada*: porcentaje de ocupados en micro y empresas grandes mayor que en las restantes categorías y porcentaje de ocupados en empresas medianas menor al 10 %. *Estructura con todos los tamaños significativos*: porcentaje de ocupados en todas las categorías de tamaño superior al 10 %. *Estructura con elevado grado de atomización*: porcentaje de ocupados en microempresas superior al 50 % y porcentaje de ocupados en medianas y grandes inferior al 10 %.

(11) Ello es consecuencia de que las empresas con condición jurídica de persona física y los ocupados no asalariados se concentran en las categorías de empresas de menor tamaño.

GRÁFICO 3

## Estructura organizativa de las ramas de servicios en España y en el conjunto de la UE (a)



vicios analizadas muestra que en España el peso relativo de las empresas de reducido tamaño es notablemente superior al del conjunto de la UE. Así, como se observa en el gráfico 3, todas las ramas, con la excepción de la del transporte de navegación, registran un tamaño medio menor en la economía española, así como un porcentaje mayor de ocupados en microempresas y menor en las grandes empresas. Además, como muestra el cuadro 1, en España la microempresa es la estructura organizativa dominante con una mayor frecuencia, como muestra el que en 11 de las 14 ramas de servicios consideradas esta sea la categoría de empresa con un mayor peso relativo, mientras que este rasgo solo se observa para siete de las ramas en la UE.

Por otra parte, la clasificación de las distintas ramas en los cuatro grupos de estructura

organizativa presenta, como se aprecia en el cuadro 1, también algunas diferencias entre España y la UE, aunque en términos generales es bastante similar. Entre estas diferencias cabe destacar las que se producen en las ramas de transporte terrestre y de investigación y desarrollo (12). El transporte terrestre, para el caso español, se clasifica en el grupo de estructura polarizada, con presencia dominante de la microempresa y relevante de la empresa grande, mientras que en la UE se clasifica en el grupo en el que todas las categorías de tamaño tienen una importancia relativa significativa. Por su parte, la rama de investigación y desarrollo

(12) Las otras tres ramas que se clasifican en grupos distintos son la venta y reparación de vehículos de motor, el alquiler de maquinaria y equipo, y la hostelería, si bien con relación a esta última las diferencias son, comparativamente, marginales.



presenta grandes diferencias en la distribución del empleo por categorías de tamaño, con un peso dominante de la empresa grande, en el caso de la UE, y de la microempresa en el caso español.

Por último, cabe señalar que entre los países europeos examinados, Italia y, en menor medida, Bélgica presentan características muy similares a las observadas para España, con un peso relativo de la empresa de tamaño medio reducido, muy superior a la que presentan otros países europeos como Holanda, Alemania y Francia.

### 3. PRODUCTIVIDAD Y ESTRUCTURA ORGANIZATIVA EN LAS RAMAS DE DISTRIBUCIÓN Y HOSTELERÍA

La información que proporciona la base de datos SME sobre cifras del negocio para determinadas ramas de servicios en el período 1993-1996 permite, en combinación con la información sobre empleo y número de empresas, examinar, de forma genérica (13), algunas cuestiones relacionadas con la estructura organizativa y la productividad, tales como el tipo de relación que se observa entre el nivel de productividad y el tamaño de las empresas, el papel que desempeñan las diferentes estructuras empresariales en la configuración de los diferenciales de productividad entre países, o en qué medida la elevada presencia de la microempresa en la rama de servicios en España puede ser un factor explicativo de su menor productividad en comparación con el de las otras economías europeas.

Para dar respuesta a estas cuestiones se ha calculado, a partir de los datos de la base SME, la productividad aparente del trabajo, medida en euros y PPC corrientes (14), para las ramas de comercio mayorista, comercio minorista, venta y reparación de vehículos de motor y hostelería, en todas las categorías de empresa y para cada país. Por su parte, con objeto de evaluar las diferencias existentes en la productividad observada entre países, se han calculado los coeficientes de variación correspondientes para las distintas ramas, al tiempo que se ha tratado de aislar la influencia de la estructu-

ra empresarial, por una parte, y la del nivel de productividad por tipo de empresa, por otro, sobre el nivel de productividad de cada una de las ramas (15). Para ello, se han realizado dos ejercicios de simulación; el primero consiste en estimar la productividad del conjunto de la rama que resultaría de suponer una distribución del empleo entre las distintas categorías de empresas igual, para todas las economías analizadas, a la de la economía que presenta una estructura empresarial menos atomizada (16). El segundo ejercicio de simulación consiste en calcular el nivel de productividad del conjunto de la rama, suponiendo, en cada una de las categorías de empresa, un nivel de productividad igual para todos los países analizados (17). Los comentarios que se realizan a continuación se basan en la información que se presenta en el cuadro 2, en el que se recogen la distribución del empleo por categoría de empresa y los niveles de productividad, así como sus respectivos coeficientes de variación, y en el cuadro 3, que muestra una ordenación de los niveles de productividad tanto por categoría de empresa como por país. En ambos cuadros, los resultados se refieren al año 1995 (18).

#### 3.1. Relación entre productividad y tamaño de las empresas

Existen numerosos factores —entre los que cabe destacar la existencia de economías (o deseconomías) de escala, determinadas características del sistema financiero o ciertos aspectos regulatorios— por los que el nivel de productividad de una empresa puede variar con su tamaño. Este parece ser el caso de las ramas analizadas en este trabajo, que, como se observa en las columnas 6 a 9 del cuadro 2, presentan, en todos los países examinados, diferencias importantes en los niveles de productividad entre las distintas categorías de empresa. Por lo general, se observa que la productividad aparente del trabajo crece con la dimensión de las empresas, de forma que la ordenación de los niveles de productividad, atendiendo a este criterio, es, en la mayor parte de los

(13) La brevedad del período analizado y la falta de información sobre otras variables de interés a la hora de explicar el nivel de productividad impiden llevar a cabo un análisis más riguroso.

(14) Dado que no se dispone de deflatores de producción para las ramas implicadas y que los resultados son casi idénticos, en cuanto a la ordenación de productividad por categoría y país, para los distintos años incluidos en la muestra, se ha optado por calcular las productividades en términos nominales.

(15) Productividad del conjunto de la rama =  $\sum_i$  productividad en categoría<sub>i</sub> × peso del empleo en categoría<sub>i</sub>.

(16) Así, se ha supuesto, para todas las economías analizadas, la distribución del empleo por categorías de tamaño que presenta Alemania, en el caso de las ramas de venta y reparación de vehículos de motor y comercio mayorista, y el Reino Unido, en el caso de las ramas de comercio minorista y hostelería.

(17) Se ha supuesto, para todas las economías analizadas, el nivel de productividad por categoría de tamaño de empresas que presenta Francia, para la que se observa una relación positiva entre dimensión y tamaño en todas las ramas examinadas.

(18) Los resultados para los restantes años son muy similares.

CUADRO 2

## Distribución del empleo y niveles de productividad por categorías de empresa

Productividad aparente del trabajo (a)												
Distribución del empleo por categorías de empresa (%)					Nivel de productividad por categorías de empresas					Productividad en med. y gran sobre micro y peq.	Simulación 1 (b) Misma estructura	Simulación 2 (c) Misma productividad
micro	peq.	med.	grande	Total	micro	peq.	med.	grande			Total	Total
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10		11	12
VENTA Y REPARACIÓN DE VEHICULOS DE MOTOR												
<b>España</b>	<b>56,1</b>	<b>32,2</b>	<b>8,0</b>	<b>3,7</b>	<b>143,7</b>	<b>89,1</b>	<b>193,3</b>	<b>254,0</b>	<b>299,9</b>	<b>2,11</b>	<b>181,7</b>	<b>167,8</b>
Alemania	42,6	23,3	7,5	26,5	213,8	197,4	293,7	479,1	94,5	0,78	213,8	253,1
Austria	30,5	36,2	20,0	13,4	207,6	127,4	158,7	288,6	401,6	2,31	219,5	234,1
Bélgica	70,9	19,6	5,1	4,4	221,5	130,4	328,2	439,2	959,0	3,93	419,4	152,8
Dinamarca	50,4	33,8	12,5	3,3	142,7	97,5	151,9	286,6	193,6	2,24	149,9	176,0
Finlandia	46,0	24,2	18,3	11,5	258,8	163,8	316,5	375,5	332,4	1,66	260,0	211,0
Francia	48,9	31,3	14,1	5,8	186,8	105,3	206,3	288,1	522,0	2,46	253,1	186,8
Holanda	48,3	32,3	17,0	2,4	289,7	196,5	279,2	467,3	1049,9	2,35	462,4	179,0
Italia	74,4	22,3	2,3	1,0	225,9	146,7	338,8	789,7	2383,7	6,59	832,9	136,1
Portugal	49,3	29,7	17,5	3,6	190,3	107,9	209,9	368,6	294,0	2,43	200,7	182,1
Reino Unido	42,7	23,0	14,5	19,8	213,1	118,4	219,3	302,4	344,8	2,13	215,8	237,6
Suecia	44,0	19,9	27,7	8,4	285,4	223,7	281,7	369,3	340,2	1,50	279,1	211,2
Coefficiente de variación (d)	0,2	0,2	0,5	0,9	0,2	0,3	0,3	0,4	1,0	0,58	0,6	0,2
COMERCIO AL POR MAYOR												
<b>España</b>	<b>42,2</b>	<b>26,2</b>	<b>16,4</b>	<b>15,1</b>	<b>233,9</b>	<b>190,4</b>	<b>185,2</b>	<b>343,4</b>	<b>320,8</b>	<b>1,76</b>	<b>248,4</b>	<b>352,9</b>
Alemania	27,0	30,1	15,8	27,2	339,4	141,8	295,4	930,7	239,9	2,22	339,4	368,6
Austria	21,8	26,3	29,5	22,4	318,3	309,9	353,3	319,9	283,0	0,91	317,3	377,0
Bélgica	58,3	22,6	12,2	6,8	340,7	234,0	447,6	436,1	727,8	1,84	464,3	336,0
Dinamarca	26,7	30,7	23,2	19,4	289,9	257,4	283,5	293,3	340,6	1,16	293,5	368,5
Finlandia	31,6	23,3	19,3	25,8	405,4	249,2	332,2	444,8	633,7	1,94	409,5	367,3
Francia	28,9	32,8	21,1	17,1	364,5	300,9	356,6	419,1	419,7	1,27	368,6	364,5
Holanda	33,3	31,2	21,9	13,6	374,1	282,3	420,8	419,3	419,3	1,20	382,8	360,3
Italia	64,5	23,0	8,4	4,1	341,1	203,9	479,2	599,7	1199,2	2,88	619,5	328,5
Portugal	44,5	34,3	16,2	5,0	232,3	171,3	236,6	331,4	424,9	1,77	285,1	345,1
Reino Unido	30,4	25,4	19,8	24,4	409,7	427,3	408,8	357,0	431,3	0,95	411,7	367,4
Suecia	35,9	29,1	17,7	17,3	334,0	231,5	319,1	386,7	517,9	1,67	360,1	358,6
Coefficiente de variación (d)	0,4	0,1	0,3	0,5	0,2	0,3	0,3	0,4	0,5	0,35	0,3	0,0
COMERCIO AL POR MENOR												
<b>España</b>	<b>75,3</b>	<b>9,5</b>	<b>3,6</b>	<b>11,6</b>	<b>100,1</b>	<b>47,6</b>	<b>84,0</b>	<b>284,6</b>	<b>396,1</b>	<b>7,15</b>	<b>199,0</b>	<b>108,5</b>
Alemania	38,3	18,6	5,1	38,0	103,3	71,1	111,6	171,7	122,3	1,52	103,3	146,7
Austria	37,9	18,5	10,5	33,1	112,8	89,5	103,2	127,5	140,4	1,46	113,3	146,7
Bélgica	74,3	9,5	2,3	13,9	81,1	50,8	146,6	122,6	190,8	2,94	125,5	109,8
Dinamarca	42,6	17,7	7,4	32,3	104,2	73,3	98,4	113,4	146,1	1,74	107,7	141,9
Finlandia	38,3	20,7	10,0	31,0	175,1	137,1	188,7	202,6	204,2	1,31	175,5	145,2
Francia	48,7	16,5	9,2	25,6	135,3	85,0	148,2	192,6	202,1	1,98	146,7	135,3
Holanda	42,5	15,3	5,5	36,8	86,5	77,4	90,5	105,7	92,6	1,17	87,0	143,6
Italia	78,8	9,9	3,3	8,1	125,6	102,0	201,3	230,0	221,2	1,98	172,3	104,2
Portugal	74,4	13,6	3,9	8,0	82,9	65,5	104,1	138,3	181,7	2,34	120,6	107,2
Reino Unido	27,0	10,7	4,8	57,5	95,5	98,0	81,4	89,9	97,5	1,04	94,3	164,2
Suecia	43,2	20,7	7,2	28,9	148,1	108,0	173,5	188,8	179,9	1,41	151,6	139,6
Coefficiente de variación (d)	0,4	0,3	0,5	0,5	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,76	0,3	0,2
HOSTELERÍA												
<b>España</b>	<b>66,0</b>	<b>16,2</b>	<b>10,1</b>	<b>7,8</b>	<b>37,4</b>	<b>27,1</b>	<b>33,6</b>	<b>75,7</b>	<b>83,6</b>	<b>2,79</b>	<b>48,2</b>	<b>44,5</b>
Alemania	53,6	27,8	9,0	9,6	35,1	33,6	32,7	43,9	42,7	1,30	36,8	45,8
Austria	55,5	28,8	10,7	5,0	40,6	38,7	41,3	44,4	49,7	1,16	42,8	45,4
Bélgica	73,1	15,6	4,8	6,6	26,8	22,9	32,4	35,1	51,3	1,81	34,0	43,4
Dinamarca	59,8	22,6	7,9	9,7	33,4	30,5	34,3	34,6	48,0	1,33	36,6	45,1
Finlandia	42,0	19,2	12,0	26,8	69,6	71,6	76,2	68,6	62,1	0,88	69,6	48,2
Francia	61,6	18,5	6,0	13,9	45,1	40,1	50,2	54,6	56,4	1,32	48,0	45,1
Holanda	61,3	18,6	10,8	9,2	32,2	29,6	32,1	31,1	51,2	1,33	36,5	45,1
Italia	66,0	20,0	5,7	8,2	52,1	47,4	58,0	66,5	64,9	1,31	56,0	44,3
Portugal	59,6	21,6	10,1	8,8	31,8	30,0	29,7	40,6	38,5	1,32	33,2	45,2
Reino Unido	31,5	21,3	9,5	37,7	43,3	38,3	32,9	44,9	52,9	1,42	41,9	49,8
Suecia	39,2	29,3	14,9	16,6	58,0	49,3	64,6	67,6	58,3	1,12	56,4	47,9
Coefficiente de variación (d)	0,2	0,2	0,3	0,7	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	0,34	0,2	0,0

Fuentes: Base SME de Eurostat y Banco de España.

(a) Nivel de productividad medido en euros y ppc corrientes. Datos correspondientes a 1995.

(b) Resultado de suponer, para todos los países, la misma distribución del empleo por categorías que la de Alemania, para las ramas de venta y reparación de vehículos y de comercio mayorista, y la misma que la de Reino Unido para las dos restantes ramas.

(c) Resultado de suponer, en cada categoría de tamaño, el mismo nivel de productividad para todos los países que el que presenta Francia.

(d) Coeficiente de variación= Desviación estándar de la serie con relación a su media.

casos, empresa grande, mediana, pequeña y micro (véanse también las cuatro primeras columnas del cuadro 3). La mayor parte de las excepciones a esta pauta corresponden a casos en los que la productividad de las empresas grandes es menor que la de las medianas —lo que resulta particularmente frecuente en la economía alemana—, pero aún se observa, bajo estas circunstancias, una cierta relación positiva entre productividad y tamaño, de forma que la productividad conjunta de las grandes y medianas empresas es mayor que la de las micro y pequeñas (véase columna 10 del cuadro 2). Al mismo tiempo, para todos los países considerados, esta relación positiva aparece de forma más nítida en las ramas de comercio minorista y de venta y reparación de vehículos de motor.

España participa de esta pauta común de comportamiento, dado que todas las ramas, excepto la de comercio mayorista, presentan, en los años considerados, un nivel de productividad creciente con el tamaño de las empresas. Esta relación positiva en el caso español implica, dada la elevada presencia de la microempresa, que estructuras organizativas menos atomizadas permitirían alcanzar niveles de productividad superiores en las cuatro ramas analizadas (véase simulación 1, en la columna 11 del cuadro 2).

### 3.2. La estructura empresarial y los diferenciales de productividad entre países

Según se observa en el cuadro 2, tanto la estructura empresarial como el nivel de productividad presentan diferencias notables entre las economías analizadas. Así, con relación a la estructura organizativa, y como se ha señalado en la sección anterior, la micro empresa presenta una importancia relativa, en términos de empleo, alta en todas las ramas y países, pero esta es particularmente elevada para algunas economías —España entre ellas—, lo que se refleja en unos coeficientes de variación del peso de las distintas categorías de empresa que supera, en la práctica totalidad de los casos, el 20 % (véanse columnas 1 a 4 del cuadro 2). En cuanto a los niveles de productividad, también presentan coeficientes de variación de una magnitud considerable, que oscilan entre el 17 % para el comercio mayorista y el 30 % para la hostelería (columna 5 del cuadro 2) y son, por lo general, más elevados en cada una de las categorías de empresa (véanse columnas 6 a 9 del cuadro 2).

Cabe preguntarse en qué medida los diferenciales de productividad que se observan en-

tre las doce economías para cada una de las ramas examinadas pueden explicarse por la distinta estructura organizativa que presentan estas últimas. Para responder a esta pregunta resultan ilustrativos los ejercicios de simulación, cuyos resultados se recogen en las columnas 11 y 12 del cuadro 2. Según estos, los diferenciales de productividad observados se explican en mayor medida por los diferenciales en los niveles de productividad en cada una de las categorías de tamaño de empresa que por la distinta estructura organizativa. Así, cuando se supone que la estructura organizativa es idéntica para las doce economías analizadas (simulación 1), el coeficiente de variación del nivel de productividad para el conjunto de la rama resulta ser mayor que el de la serie original para todos los casos —columna 5 del cuadro 2—, con excepción de la rama de hostelería (19). Por el contrario, cuando se supone productividad uniforme por categoría de empresa (simulación 2), el coeficiente de variación del nivel de productividad del conjunto de la rama disminuye notablemente (20). Este resultado se explica porque los diferenciales en los niveles de productividad en las distintas categorías de tamaño de empresa son, como se ha mencionado, aún más elevados que los que presenta el nivel de productividad del conjunto de la rama y, en general, que los de la distribución del empleo por categorías.

### 3.3. Estructura organizativa y posición relativa del nivel de productividad en España

Cuando se ordenan los niveles de productividad que se alcanzan en los distintos países, la economía española ocupa un lugar muy modesto en las cuatro ramas de los servicios analizadas, característica que se extiende a todas las empresas, con independencia de su dimensión, en las de venta y reparación de vehículos de motor y de comercio al por mayor (véanse columnas 5 a 9 del cuadro 3). A la vista de estos datos cabe preguntarse si la estructura organizativa que presenta la economía española en las ramas consideradas, con un mayor peso de la microempresa, incide en la configuración

(19) Es importante señalar que este resultado se mantiene, con muy escasas excepciones, cuando se imponen otras distribuciones de los ocupados por categoría de empresa distintas a las que presentan las economías alemana o del Reino Unido. También se mantienen aun cuando no se considere en los cálculos la economía italiana, para la que se aprecia un nivel de productividad en la categoría de grandes empresas atípicamente alta en las ramas de venta y reparación de vehículos y en el comercio mayorista.

(20) Este resultado también se mantiene, en líneas generales, cuando se imponen los niveles de productividad de otras economías distintas a la francesa.

CUADRO 3

## Ordenación de los niveles de productividad

Por categoría (a)					Por país (b)					Simulación 1 (c) Misma estructura	Simulación 2 (d) Misma productividad
micro	peq.	med.	grande	Total	micro	peq.	med.	grande	Total	Total	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
VENTA Y REPARACIÓN DE VEHÍCULOS DE MOTOR											
España	4	3	2	1	11	12	10	12	9	11	10
Alemania	3	2	1	4	6	2	4	2	12	9	1
Austria	4	3	2	1	8	7	11	9	5	7	3
Bélgica	4	3	2	1	5	6	2	4	3	3	11
Dinamarca	4	3	1	2	12	11	12	11	11	12	9
Finlandia	4	3	1	2	3	4	3	5	8	5	4
Francia	4	3	2	1	10	10	9	10	4	6	6
Holanda	4	3	2	1	1	3	6	3	2	2	8
Italia	4	3	2	1	4	5	1	1	1	1	12
Portugal	4	3	1	2	9	9	8	7	10	10	7
Reino Unido	4	3	2	1	7	8	7	8	6	8	2
Suecia	4	3	1	2	2	1	5	6	7	4	5
COMERCIO AL POR MAYOR											
España	3	4	1	2	11	10	12	9	10	12	9
Alemania	4	2	1	3	7	12	9	1	12	8	2
Austria	3	1	2	4	9	2	6	11	11	9	1
Bélgica	4	2	3	1	6	7	2	4	2	2	11
Dinamarca	4	3	2	1	10	5	10	12	9	10	3
Finlandia	4	3	2	1	2	6	7	3	3	4	5
Francia	4	3	2	1	4	3	5	6	7	6	6
Holanda	4	1	3	2	3	4	3	5	8	5	7
Italia	4	3	2	1	5	9	1	2	1	1	12
Portugal	4	3	2	1	12	11	11	10	6	11	10
Reino Unido	2	3	4	1	1	1	4	8	5	3	4
Suecia	4	3	2	1	8	8	8	7	4	7	8
COMERCIO AL POR MENOR											
España	4	3	2	1	8	12	11	1	1	1	10
Alemania	4	3	1	2	7	9	6	6	10	10	2
Austria	4	3	2	1	5	5	8	8	9	8	3
Bélgica	4	2	3	1	12	11	5	9	5	6	9
Dinamarca	4	3	2	1	6	8	9	10	8	9	6
Finlandia	4	3	2	1	1	1	2	3	3	2	4
Francia	4	3	2	1	3	6	4	4	4	5	8
Holanda	4	3	1	2	10	7	10	11	12	12	5
Italia	4	3	1	2	4	3	1	2	2	3	12
Portugal	4	3	2	1	11	10	7	7	6	7	11
Reino Unido	1	4	3	2	9	4	12	12	11	11	1
Suecia	4	3	1	2	2	2	3	5	7	4	7
HOSTELERÍA											
España	4	3	2	1	7	11	7	1	1	4	10
Alemania	3	4	1	2	8	7	9	8	11	8	4
Austria	4	3	2	1	6	5	5	7	9	6	5
Bélgica	4	3	2	1	12	12	10	10	7	11	12
Dinamarca	4	3	2	1	9	8	6	11	10	9	7
Finlandia	2	1	3	4	1	1	1	2	3	1	2
Francia	4	3	2	1	4	4	4	5	5	5	8
Holanda	4	2	3	1	10	10	11	12	8	10	9
Italia	4	3	1	2	3	3	3	4	2	3	11
Portugal	3	4	1	2	11	9	12	9	12	12	6
Reino Unido	3	4	2	1	5	6	8	6	6	7	1
Suecia	4	2	1	3	2	2	2	3	4	2	3

Fuentes: Base SME de Eurostat y Banco de España.

(a) Para cada país se ordenan, de mayor a menor, los niveles de productividad por categorías. Categoría con mayor nivel =1; categoría con menor nivel=4.

(b) Para cada categoría se ordenan, de mayor a menor, los niveles de productividad por países. País con mayor nivel de productividad =1; país con menor nivel de productividad =12.

(c) Resultado de suponer, para todos los países, la misma distribución del empleo por categorías que la de Alemania, para las ramas de venta y reparación de vehículos y de comercio mayorista, y la misma que la de Reino Unido para las dos restantes ramas.

(d) Resultado de suponer, en cada categoría de tamaño, el mismo nivel de productividad para todos los países que el que presenta Francia.

de unos niveles de productividad más reducidos que los de las economías de su entorno.

Para examinar esta cuestión se pueden analizar, de nuevo, los resultados de los ejercicios de simulación que se presentan en el cuadro 3. Como se observa en dicho cuadro (columna 10, correspondiente a la simulación 1), la posición relativa de la economía española, en términos del nivel de productividad del conjunto de la rama ante una estructura empresarial menos atomizada, solo mejora en las ramas de comercio minorista y de hostelería. La mejora en estas ramas se produce como consecuencia de que, en ellas, el nivel de productividad en las categorías de empresas grandes y medianas es comparativamente alto, ocupando la primera posición. Por otra parte, cuando se introduce el supuesto de uniformidad en los niveles de productividad por países en cada una de las categorías de empresa (simulación 2), la posición relativa de la economía española no experimenta una mejora apreciable, e, incluso, desciende algunas posiciones en las ramas de comercio minorista y hostelería (21).

Estos resultados indican que, en las ramas de comercio mayorista y de venta y reparación de vehículos de motor, la modesta posición relativa en términos del nivel de productividad se explica tanto por su estructura empresarial como por el menor nivel relativo de productividad que registran todas las empresas que operan en estas ramas, con independencia de su tamaño. Por el contrario, en las ramas de comercio minorista y de hostelería la estructura organizativa parece tener un peso importante en el resultado del conjunto de la rama.

A la luz de estos resultados, puede concluirse que en las ramas analizadas se observa una relación positiva entre tamaño de las empresas y nivel de productividad. De esta forma, aquellas que se caracterizan por presentar una estructura organizativa con un peso elevado de la empresa de tamaño reducido muestran niveles de productividad inferiores a los que tendrían si la estructura organizativa no fuera tan atomizada. Sin embargo, las distintas estructuras organizativas no parecen explicar los altos diferenciales de productividad observados entre países. Para el caso de la economía española, la estructura productiva parece ser un factor de importancia a la hora de explicar el modesto nivel de productividad que presentan, con relación a otras economías europeas, las ramas de hostelería

y de comercio minorista. Por el contrario, el resto de ramas analizadas presentan niveles de productividad muy reducidos, aun cuando se descuenta el efecto que la estructura organizativa tiene sobre el nivel de productividad del conjunto de la rama.

#### 4. CONCLUSIONES

Con la información disponible en la base de datos SME sobre el empleo y número de empresas, puede concluirse que, en la mayoría de las ramas de servicios destinados a la venta de la economía española —con la lógica excepción de las de transporte aéreo, y de correos y telecomunicaciones—, las empresas de tamaño reducido tienen mayor presencia que en la industria. Esta característica general es compartida por los países de la UE, si bien en España se presenta de forma más acusada, lo que se refleja en que el tamaño medio de la empresa de servicios tiende a ser inferior al de la UE, y en que las empresas de tamaño reducido absorben, en este caso, un porcentaje muy superior del empleo en las distintas ramas analizadas.

Por su parte, las conclusiones que ligan estructura empresarial y productividad están sujetas a un mayor grado de incertidumbre, dado que solo se dispone de información sobre producción y empleo para las ramas de distribución y hostelería. No obstante, se aprecia, para el conjunto de las economías europeas examinadas, una relación positiva entre niveles de productividad y tamaño medio de la empresa. Desde este punto de vista, las particularidades de la estructura empresarial en cada rama productiva o país —en particular, su grado de atomización— pueden ser un elemento que influya en las diferencias que se observan en los niveles de productividad. No obstante, la evidencia empírica que aporta este trabajo indica que este factor explica solo parcialmente los altos diferenciales de productividad que se aprecian entre las economías europeas y que las diferencias genuinas en los niveles de productividad por categoría de empresa tienen un poder explicativo mayor.

En España, los niveles de productividad de las cuatro ramas de servicios analizadas son inferiores a la media de los niveles de los países europeos con los que se ha realizado la comparación. En las ramas de distribución al por menor y hostelería, su estructura organizativa, con un mayor peso relativo de las empresas de tamaño reducido, es un factor que incide en el bajo nivel de productividad observado. En las de distribución al por mayor y venta y reparación de vehículos, la menor productividad

(21) De nuevo, cabe señalar que estos resultados se mantienen, con muy pocas excepciones, si la estructura empresarial o el nivel de productividad son diferentes a los utilizados en los ejercicios de simulación que se presentan en los cuadros 2 y 3.



viene explicada solo parcialmente por este último factor.

En definitiva, la evidencia que se presenta en este trabajo, aunque parcial y fragmentaria, indica que, para conocer los factores explicativos del nivel de productividad de las ramas de servicios en la economía española, es necesario investigar, además de la influencia del pro-

pio patrón de crecimiento, más intensivo en empleo, los factores que determinan estructuras organizativas comparativamente más atomizadas, así como aquellos otros que inducen niveles de productividad más reducidos, con independencia de la dimensión de las empresas que operan en estas ramas.

15.11.2000.

---

# La dinámica de la inflación en el área del euro

*Este artículo ha sido elaborado por Jordi Galí y J. David López-Salido, del Servicio de Estudios (1).*

## 1. INTRODUCCIÓN

De manera general, la evolución de la inflación de la mayoría de los países que hoy forman parte del área del euro ha sido muy similar a la seguida por muchas otras economías industrializadas tales como los Estados Unidos, el Reino Unido o, en menor medida, Japón. Sin embargo, dada la creación del Banco Central Europeo, cuyo objetivo último consiste en garantizar la estabilidad de precios, el análisis de la naturaleza y las causas que subyacen a la dinámica de la inflación del área del euro cobra un especial interés. Este trabajo es un resumen de recientes investigaciones en las que se ha propuesto y estimado una nueva versión de la *curva de Phi - I*. Para ello se hace uso de las series históricas construidas recientemente para el área en el Banco Central Europeo y se relaciona la evolución de la tasa de inflación con el *nivel de los costes laborales unitarios reales*. Por tanto, esta nueva relación caracterizaría el bloque de la oferta del modelo macroeconómico que describe el mecanismo de transmisión monetaria en la recientemente creada área del euro.

La ecuación estructural estimada, cuyos principales resultados se presentan en este artículo, está en la línea de la literatura reciente ligada a una nueva versión de la *curva de Phi - I tradicional*. Las razones de este cambio de énfasis respecto a la literatura tradicional, que relaciona inflación corriente con inflación pasada y cambios corrientes en el *output gap*, residen en dos críticas fundamentales a la misma. En primer lugar, la inestabilidad de la ecuación tradicional como consecuencia, en parte, de los diferentes cambios de régimen de la política monetaria. La anterior circunstancia no es sino una expresión de la bien conocida crítica de Lucas. En segundo lugar, otro aspecto poco satisfactorio de la *curva de Phillips tradicional* consiste en su dificultad para predecir las bajas tasas de inflación experimentadas en los últimos años a pesar del fuerte crecimiento observado de la economía. La *curva de Phillips tradicional* hubiera ligado este aumento en el crecimiento a mayores tasas de inflación, lo cual hubiera dado lugar a sobrepredecir la evolución observada de la inflación.

Para dar respuesta a las críticas anteriores, la *nueva curva de Phillips* surge como resultado

---

(1) El artículo es un resumen del Documento de Trabajo nº 0020, *European Inflation Dynamics*, Servicio de Estudios, Banco de España.

de un modelo teórico en el que explícitamente se describe la fijación de precios por parte de empresas que desarrollan su actividad en un marco de competencia imperfecta y cuyos precios solo pueden ser cambiados con una cierta probabilidad en cada momento del tiempo. Dos son las principales diferencias entre la *nueva curva de Phillips* y la curva tradicional. En primer lugar, dicha aproximación teórica permite obtener una relación entre la tasa de inflación y los costes laborales unitarios expresados en términos reales. Esta última variable y no una *proxy* de la demanda agregada, o del *output gap*, constituye un indicador suficiente para explicar las fluctuaciones observadas en la variación agregada del nivel de precios.

La segunda diferencia radica en el carácter *forward looking* que esta nueva teoría otorga a la dinámica de la inflación. En particular, dado que las empresas maximizan su beneficio esperado a lo largo del período en que sus precios estarán vigentes, la decisión de cambiar los mismos de forma óptima implica tener en cuenta la evolución esperada de los costes marginales futuros. De este modo, el precio agregado vigente en cada momento del tiempo será una media ponderada del precio de aquellas empresas que lo hayan cambiado óptimamente y del precio vigente en el período anterior (correspondiente a la fracción de empresas que no pudieron cambiarlo). Esta es una diferencia crucial respecto a la *curva de Phillips tradicional*, que aproximaba las expectativas de inflación a partir de la información pasada en contraposición a información futura, otorgando así un carácter *backward looking* a la dinámica agregada de dicha variable.

En la sección siguiente se describen algunos detalles del modelo teórico. En concreto, se enfatiza la importancia de los costes laborales unitarios como un indicador suficiente para explicar la dinámica de la inflación. En el tercer epígrafe, se presenta, de un lado, evidencia de la evolución conjunta de la tasa de inflación y los costes laborales unitarios, y de otro, los resultados de la estimación del modelo descrito en la segunda sección. Por último, se presentan algunas conclusiones y líneas de investigación futuras.

## 2. LA NUEVA CURVA DE PHILLIPS

La *nueva curva de Phillips* está basada en la existencia de rigideces nominales que impiden a las empresas cambiar o ajustar los precios de manera constante y sin coste ante cambios en las condiciones económicas que les rodean. Esta idea no es nueva y se hallaba ya implícita en los trabajos de principios de los años ochenta

de John Taylor (1980) (2). Sin embargo, la diferencia respecto a aquel trabajo de esta nueva aproximación reside en que la fijación de precios por parte de los productores es el resultado del proceso de optimización de las empresas que desarrollan su actividad en un marco de competencia monopolística. Se supone que la economía está compuesta por un continuo de empresas que tienen poder para fijar sus precios y que esta fijación de precios se encuentra sujeta a una restricción respecto a la frecuencia con la que estos pueden alterarse. Así, cada empresa puede cambiar los precios en cada momento del tiempo con una probabilidad  $(1 - \theta)$ , probabilidad que es independiente del tiempo transcurrido desde el último cambio de precios. La simetría del modelo permite que sea precisamente  $(1 - \theta)$  la medida de las empresas que cambian precios en cada momento del tiempo, mientras que el resto,  $\theta$ , constituye el número de empresas cuyo precio no se altera en el período. Por tanto la evolución del nivel de precios agregado se describe según la expresión:

$$p_t = \theta p_{t-1} + (1 - \theta) p_t^* \quad [1]$$

donde la variable  $p_t^*$  representa (en logaritmos) el precio fijado óptimamente por la empresa en el período  $t$ . Este precio óptimo se determina como un margen constante sobre el valor esperado de los costes marginales nominales esperados en el futuro. Es decir, formalmente esto viene representado por la siguiente expresión:

$$p_t^* = \mu + (1 - \theta) \sum_{k=0}^{\infty} (\theta)^k E_t \{ mc_{t+k}^n \} \quad [2]$$

donde  $\mu$  es un margen constante,  $mc_t^n$  representa el valor de los costes marginales nominales,  $\theta$  es un factor de descuento, y  $E_t$  representa el operador esperanza condicionada en el momento  $t$ . Dos comentarios pueden realizarse sobre la expresión [2]. En primer lugar, si no existieran rigideces de precios ( $\theta = 0$ ), la anterior expresión simplemente fija el precio como un margen sobre los costes marginales. En segundo lugar, si los precios son rígidos ( $0 < \theta < 1$ ), el descuento relevante para la fijación del precio incorpora que el precio óptimo estará vigente en el período  $t + k$  con una probabilidad  $\theta^k$ .

Si definimos los costes marginales en términos reales como:  $mc_t = mc_t^n - p_t$ , es posible combinar las expresiones [1] y [2] para obtener

(2) Véase Taylor, J. B. (1980). «Aggregate Dynamics and Staggered Contracts», *Journal of Political Economy*, 88, pp. 1-23.



la siguiente ecuación para la *nueva curva de Phillips*:

$$\pi_t = E_t\{\pi_{t+1}\} + m\pi_t \quad [3]$$

donde la variable  $\pi_t$  representa la tasa de inflación. El parámetro que representa la pendiente de la curva,  $m$ , es función de la probabilidad de que el precio permanezca fijo, es decir, del grado de rigidez nominal  $\lambda$  ( ). Además, en este tipo de modelo, la duración esperada de que los precios no cambien es  $D = 1/(1 - \lambda)$ . Por ello, la probabilidad  $\lambda$  es un indicador del grado de rigidez de precios existente en la economía. En concreto, cuanto mayor sea la probabilidad de que los precios no varíen en un momento  $t$ , mayor será la duración esperada, es decir, mayor será la rigidez de precios. Y cuanto mayor sea esta, menor será la sensibilidad de la tasa de inflación a los movimientos en los costes marginales.

Antes de pasar a presentar los resultados econométricos se debe tratar de clarificar las implicaciones que la ecuación [3] tiene sobre la dinámica conjunta de la inflación, los costes marginales y las variables que suelen aproximar la presión de la demanda. Bajo determinados supuestos, los costes marginales están ligados a las desviaciones del producto respecto a su nivel potencial (definido como su valor de equilibrio en ausencia de rigideces nominales), es decir:

$$m\pi_t = k(y_t - y_t^*) \quad [4]$$

donde  $y_t$  es el nivel de producción observado en el momento  $t$ , mientras que  $y_t^*$  representa el nivel de *output* que existiría en ausencia de rigideces de precios. A la diferencia entre ambas variables se la denomina habitualmente *output gap*. Por tanto, según el modelo teórico los costes marginales son una *proxy* del *output gap* como variable relevante para explicar la dinámica de la inflación. Además, sustituyendo la expresión [4] en la expresión [3] es fácil reconocer por qué la citada expresión [3] es una reformulación de la *curva de Phillips tradicional*, al relacionar la inflación con el *output gap* de la siguiente forma:

$$\pi_t = E_t\{\pi_{t+1}\} + k(y_t - y_t^*) \quad [5]$$

Nótese que la expresión [5] se aproxima a una *curva de Phillips tradicional*, pero con dos diferencias notables. En primer lugar, la inflación es una variable que depende de la inflación esperada en el período siguiente en lugar de la inflación pasada, siendo este carácter *forward looking* una pieza clave para entender su

dinámica. En segundo lugar, el *output gap* se define como la diferencia entre la producción observada y la que hubiera existido en condiciones de precios flexibles. Desde un punto de vista empírico, la estimación de la expresión [5] es menos satisfactoria que la estimación de la expresión [3], y la razón estriba en la dificultad para aproximar el *output gap*, dada la no observabilidad del *output potencial*,  $y_t^*$ . En concreto, la forma tradicional de aproximar esta variable ha sido a través de una tendencia lineal o cuadrática totalmente determinista, lo que constituye una práctica de escasa justificación teórica.

### 3. RESULTADOS

Para proceder a la estimación se debe obtener una medida de los costes marginales. Bajo condiciones muy generales, esta variable puede aproximarse a través de los costes laborales unitarios en términos reales, es decir, como la diferencia entre el salario real ( $w_t - p_t$ ) y la productividad del trabajo ( $y_t - n_t$ ) (3). A partir de esta definición de los costes marginales y utilizando datos agregados del área del euro durante el período comprendido entre el primer trimestre de 1970 y el segundo trimestre de 1998, se ha estimado la siguiente *nueva curva de Phillips*:

$$\pi_t = E_t\{\pi_{t+1}\} + s_t \quad [6]$$

donde  $s_t = (w_t - p_t) - (y_t - n_t)$ . El gráfico 1 presenta la evolución de la inflación y los costes marginales durante el período de análisis considerado. En concreto, la escala de la derecha representa la tasa anual de inflación en el área, mientras la escala de la izquierda representa, en logaritmos, la evolución de los costes laborales unitarios. Ambas variables tienen un comportamiento muy similar en su evolución de medio plazo, aunque con algunas discrepancias en los movimientos de muy corto plazo. La relación entre ambas variables, sin embargo, parece que se mantiene a lo largo de las tres fases principales experimentadas durante el período de análisis: a) las elevadas tasas de inflación de mediados de los setenta se corresponden con unos altos costes laborales unitarios; b) la progresiva desinflación de los ochenta y principios de los noventa vino asociada con la paulatina reducción de los costes laborales unitarios, y c) por último, las bajas tasas de inflación durante la segunda mitad de los noventa se corresponden con unos históricamente bajos costes laborales unitarios.

(3) En general, esta variable aproxima los costes marginales si en la función de producción la elasticidad del *output* respecto al empleo es constante, no existen costes de ajuste del trabajo y la empresa toma el salario como dado.

GRÁFICO 1

## Inflación y costes marginales en el área euro



Este primer análisis visual supone una primera evidencia de la más que probable relación entre ambas variables. Para concretar la importancia de esta relación trataremos de utilizar la métrica propuesta por el modelo anteriormente descrito. Así, se procede a presentar evidencia formal de que existe una relación como la descrita por la ecuación [6]. La estimación de la forma reducida de la ecuación [6], por el Método Generalizado de los Momentos, resultó ser la siguiente:

$$\pi_t = 0,914 E_t \{ \pi_{t+1} \} + 0,08 mc_t$$

(0,040)      (0,041)

Los errores estándar de los parámetros estimados, valores entre paréntesis, indican que ambos son diferentes de cero al 5 % de nivel de significación. Los coeficientes estimados presentan valores y signos razonables. En concreto, la pendiente de la curva de Phillips tiene un signo positivo y significativo, tal y como predice el modelo teórico.

A continuación, se presentan las estimaciones de los parámetros estructurales del modelo especificado en la ecuación [6] y los principales resultados aparecen recogidos en el cuadro 1. Este incluye las estimaciones de los parámetros estructurales:  $\alpha$  y  $\beta$ , la estimación de la pendiente de la nueva curva de Phillips,  $\gamma$ , así como la duración,  $D$ , que nos indica el número de trimestres que los precios permanecen fijos. Finalmente, también se presentan los *test J* de Hansen-Sargan de validez de los instrumentos en la estimación. Entre paréntesis, representamos los errores estándar asociados a la estimación.

CUADRO 1

## Valores estimados de los parámetros del modelo (a)

			<i>D</i>	<i>Test J</i>
0,771	0,914	0,088	4,4	8,213
(0,043)	(0,04)	(0,041)	(0,19)	(0,513)

(a) Errores estándar entre paréntesis, excepto en la columna correspondiente al *test J* que se corresponde con el p-valor. El *test J* es el test de Hansen-Sargan de restricciones de sobreidentificación o de validez de los instrumentos. Las variables utilizadas como instrumentos han sido la tasa de inflación de precios y de salarios, los costes laborales unitarios y la desviación del *output* respecto a una tendencia desde los trimestres  $t-1$  hasta  $t-4$ . Estas estimaciones suponen que el *markup* y la participación de los salarios en el total de la renta son el 10 % y el 70 %, respectivamente.

El contraste econométrico sobre la validez de los instrumentos indica que no se rechaza el modelo. El parámetro  $\alpha$  se estima dentro del rango plausible de valores una vez que se tiene en cuenta la incertidumbre asociada a dicha estimación. La probabilidad de cambiar precios ( $\beta$ ) en cada trimestre se estima con una alta precisión y origina un grado de rigidez nominal en línea con las estimaciones disponibles a un nivel desagregado. En concreto, la duración en trimestres que los precios permanecen fijos se sitúa en torno a los cuatro trimestres. Es decir, en promedio las empresas cambian sus precios entre una y dos veces al año. Una evidencia muy similar a la obtenida para el mismo período para los Estados Unidos (4). Dados estos valores, la pendiente de la nueva Curva de Phillips es significativamente distinta de cero y de signo positivo, tal y como sugería el modelo teórico.

Por último, dadas las anteriores estimaciones, se analiza hasta qué punto el modelo estimado constituye una buena aproximación para entender la evolución de la inflación. Para ello, se utilizan las estimaciones presentadas en el cuadro 1 para construir una medida de *inflación fundamental*, definida como aquella que satisficase las restricciones teóricas derivadas del modelo. En concreto, iterando hacia adelante la ecuación [3] se obtiene la siguiente expresión para la *inflación fundamental* ( $\pi_t^*$ ):

$$\pi_t^* = \sum_{k=0}^{\infty} \beta^k E_t \{ s_{t+k} \} \quad [7]$$

donde  $\alpha$  y  $\beta$  son los parámetros estimados en el cuadro 1. Es decir, la *inflación fundamental* recoge el valor presente descontado de los flujos futuros de costes marginales. En el gráfi-

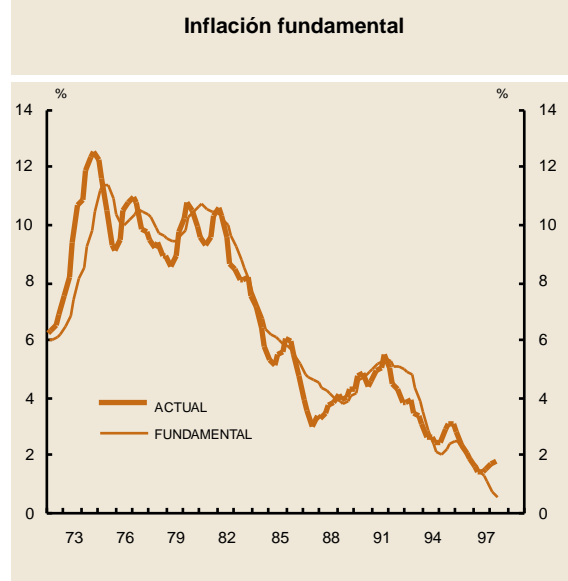
(4) Para más detalles, véase el documento de trabajo.

co 2 se presenta la evolución de la tasa anual de inflación junto con la *inflación fundamental* estimada según la anterior expresión [7] y utilizando las predicciones de los costes laborales unitarios generadas por un vector autorregresivo. En general, la *inflación fundamental* presenta una evolución muy similar a la inflación observada. En concreto, el modelo es capaz de explicar la alta inflación de la segunda mitad de los setenta, la progresiva desinflación de los ochenta, así como las bajas tasas de inflación de finales de los noventa.

#### 4. CONCLUSIONES

En este artículo se resumen los resultados de una investigación que explica de forma alternativa la dinámica de la inflación en la zona del euro. En concreto, se presenta una nueva curva de oferta basada en un modelo teórico en el que las empresas fijan sus precios en un marco no competitivo y se enfrentan a una restricción que les impide ajustar sus precios continuamente. Esta inflexibilidad de precios implica que los precios óptimos dependan de la evolución esperada, durante el período de vigencia de dicho precio, de los costes marginales. En concreto, cuando pasamos del comportamiento individual al comportamiento agregado, surge una *nueva curva de Phillips*. Esta ecuación de oferta presenta algunas diferencias sustanciales con la *curva de Phillips tradicional*. En primer lugar, la variable inflación depende de las expectativas futuras de inflación. Y, en segundo lugar, la variable de escala no es la demanda, sino el *nivel de los costes laborales unitarios reales*, ya que estos son utilizados como *proxy* de los costes marginales.

GRÁFICO 2



Utilizando este marco teórico, en este trabajo se ha demostrado que para el conjunto del área del euro el modelo explica razonablemente bien la dinámica de la inflación agregada. Estos resultados dirigen las futuras investigaciones hacia entender la dinámica de los costes laborales unitarios como pieza clave de la inflación. Futuras investigaciones deberán enfatizar no solo las rigideces de precios sino también las rigideces del mercado de trabajo a fin de describir los mecanismos que afectan y determinan la evolución conjunta de los salarios reales y la productividad del trabajo, principales determinantes de los costes laborales unitarios.

27.12.2000.

## INFORMACIÓN DEL BANCO DE ESPAÑA

## TIPOS DE INTERÉS ACTIVOS LIBRES DECLARADOS POR BANCOS Y CAJAS DE AHORROS

Situación al día 30 de noviembre de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
GRANDES BANCOS					
BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA.....	7,00	33,18	29,00	32,31	29,00
ESPAÑOL DE CRÉDITO .....	6,50	33,18	29,00	33,18	29,00
POPULAR ESPAÑOL .....	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
SANTANDER CENTRAL HISPANO.....	6,00	33,18	29,00	32,31	29,00
Media simple .....	6,56	33,18	29,00	32,53	29,00
RESTO BANCA NACIONAL					
ALBACETE .....	—	—	—	—	—
ALCALÁ .....	7,71	33,18	—	33,18	—
ALICANTINO DE COMERCIO.....	—	—	—	—	—
ALTAE BANCO.....	5,00	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
ANDALUCÍA .....	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
ASTURIAS.....	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
BANCOFAR.....	4,00	10,62	—	18,10	—
BANCOPOPULAR-E, S.A. ....	—	33,18	29,00	32,31	29,00
BANESTO BANCO DE EMISIONES .....	10,00	32,31	29,00	32,31	29,00
BANKINTER .....	4,75	23,88	22,00	23,88	22,00
BARCELONA.....	—	—	—	—	—
BBV BANCO DE FINANCIACIÓN .....	—	—	—	—	—
BBVA PRIVANZA BANCO .....	7,50	18,12	17,00	18,12	17,00
BSN BANIF .....	4,75	33,18	29,00	32,31	29,00
CASTILLA .....	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
CONDAL .....	4,50	10,47	10,00	10,47	10,00
COOPERATIVO ESPAÑOL .....	5,50	19,25	18,00	19,25	18,00
CRÉDITO BALEAR .....	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
CRÉDITO LOCAL DE ESPAÑA .....	—	18,00	18,00	19,56	18,00
DEPOSITARIO BBV .....	7,75	33,18	29,00	—	—
DEPÓSITOS .....	4,75	12,68	12,00	12,68	12,00
DESARROLLO ECONÓMICO ESPAÑOL.....	6,50	28,97	26,00	28,97	26,00
ESFINGE .....	6,25	15,63	—	22,50	—
ETCHEVERRÍA.....	5,35	20,44	—	20,11	—
EUROBANK DEL MEDITERRÁNEO .....	5,00	10,62	—	19,00	—
EUROPA .....	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
EUROPEO DE FINANZAS.....	6,00	23,88	22,00	23,88	22,00
FINANZAS E INVERSIONES.....	6,00	19,25	18,00	19,25	18,00
FINANZIA, BANCO DE CRÉDITO .....	7,50	33,18	29,00	32,31	29,00
GALICIA .....	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
GALLEGO .....	4,50	33,18	29,00	32,31	29,00
GUIPUZCOANO .....	6,00	33,18	29,00	32,31	29,00
HBF BANCO FINANCIERO, S.A.....	6,00	33,18	29,00	33,18	29,00
HERRERO.....	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
HUELVA, EN LIQUIDACIÓN .....	—	—	—	—	—
INDUSTRIAL DE BILBAO.....	—	—	—	—	—
MAPFRE.....	6,75	10,62	—	10,62	—
MARCH.....	6,00	30,60	—	29,86	—
MURCIA .....	5,25	32,31	29,00	32,31	29,00
NOROESTE, EN LIQUIDACIÓN .....	—	—	—	—	—
OCCIDENTAL .....	—	—	—	—	—

(Continuación) 2  
Situación al día 30 de noviembre de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
PASTOR .....	5,75	21,34	19,50	31,08	28,00
PATAGON INTERNET BANK .....	—	10,62	10,14	10,62	10,14
PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA .....	5,75	28,82	27,00	29,86	27,00
POPULAR HIPOTECARIO .....	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
PROBANCA, SERVICIOS FINANCIEROS .....	4,90	20,39	—	—	(5,00)
PROMOCIÓN DE NEGOCIOS .....	—	—	—	—	—
PUEYO .....	8,42	28,65	26,00	28,65	26,00
SABADELL .....	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
SABADELL MULTIBANCA .....	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
SANTANDER CENTRAL HISPANO INVESTMENT. .	5,00	10,62	10,14	10,62	10,14
SEVILLA, EN LIQUIDACIÓN .....	—	—	—	—	—
SOC. ESPAÑOLA BANCA NEGOCIOS .....	6,50	19,82	18,50	19,82	18,50
SOLBANK, SBD .....	6,00	30,32	27,00	30,32	27,00
UNOE BANK .....	—	—	—	—	—
VALENCIA .....	5,00	32,31	29,00	32,31	29,00
VASCONIA .....	6,75	33,18	29,00	32,31	29,00
VITORIA .....	6,50	33,18	29,00	33,18	29,00
ZARAGOZANO .....	5,00	28,08	25,00	28,08	25,00
<i>Media simple</i> .....	6,02	25,96	24,48	26,05	24,23
<b>BANCA EXTRANJERA</b>					
A/S JYSKE BANK, S.E. ....	—	—	—	—	—
A.B.N. AMRO BANK N.V., S.E. ....	4,52	10,62	—	10,62	—
AMÉRICA .....	4,80	12,62	12,06	12,62	12,06
ARAB BANK PLC, S.E. ....	4,25	10,47	—	10,47	—
ÁRABE ESPAÑOL .....	6,00	26,56	—	28,07	—
ASSOCIATES CAPITAL CORPORATION .....	—	—	—	—	—
ATLÁNTICO .....	5,50	28,07	25,00	28,07	25,00
B.N.P.-ESPAÑA .....	4,00	10,62	10,35	—	(6,00)
BANCOVAL .....	7,00	8,00	—	—	(5,00)
BANKERS TRUST COMPANY, S.E. ....	3,16	10,00	—	10,00	—
BANKOA .....	4,00	29,00	—	29,00	—
BARCLAYS BANK .....	5,75	10,62	—	32,31	—
BARCLAYS BANK PLC, S.E. ....	4,75	10,62	—	32,31	—
BPI, S.E. ....	5,87	7,97	7,75	7,97	7,75
BRASIL, S.E. ....	7,00	12,50	—	—	(3,00)
BRUXELLES LAMBERT, S.E. ....	7,19	10,38	10,00	10,38	10,00
C. R. C. A. M. PYRENEES-GASCOGNE, S.E. ....	—	—	—	—	—
C. R. C. A. M. SUD MEDITERRANÉE, S.E. ....	—	—	—	20,31	—
CDC URQUIJO .....	4,25	29,97	26,50	29,97	26,50
CHASE MANHATTAN BANK, C.M.B. ....	4,50	10,63	10,14	(2,02)	(2,00)
CHASE MANHATTAN BANK, S.E. ....	4,50	10,63	10,14	(2,02)	(2,00)
CITIBANK ESPAÑA .....	6,50	33,18	29,00	(4,06)	(4,00)
CITIBANK N.A., S.E. ....	9,75	20,00	—	20,00	—
COMMERCIALE ITALIANA, S.E. ....	6,00	10,62	—	—	(3,00)
COMMERZBANK A.G., S.E. ....	2,80	13,65	13,00	13,65	13,00
CRÉDIT AGRICOLE INDOSUEZ, S.E. ....	—	10,62	10,36	10,62	10,36
CRÉDIT COMMERCIAL FRANCE, S.E. ....	6,25	13,65	13,00	(6,40)	(6,25)
CRÉDIT LYONNAIS, S.E. ....	5,00	21,55	20,00	21,55	20,00
CRÉDIT SUISSE, S.E. ....	4,60	9,25	—	9,25	—
DE LAGE LANDEN INT. B.V., S.E. ....	—	—	—	—	—



## (Continuación) 3

Situación al día 30 de noviembre de 2000

BANCOS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
DEUTSCHE BANK .....	4,50	29,86	27,00	29,86	27,00
DEUTSCHE BANK A.G., S.E. ....	—	—	—	—	—
DEUTSCHE BANK CREDIT .....	6,00	10,62	—	13,75	—
DEUTSCHE HYP A.G., S.E. ....	—	—	—	—	—
DRESDNER BANK A.G., S.E. ....	4,84	10,62	10,10	10,62	10,10
ESPIRITO SANTO .....	4,75	32,31	29,00	32,31	29,00
ESTADO DE SAO PAULO, S. MADRID .....	4,75	14,14	13,75	14,14	13,75
EUROHYPO A.G., S.E. ....	—	—	—	—	—
EXTREMADURA .....	5,00	28,65	26,00	28,65	26,00
FCE BANK PLC, S.E. ....	6,60	10,62	—	6,60	—
FIMAT INTERN. BANQUE, S.E. ....	—	—	—	—	—
FIMESTIC .....	—	—	—	—	—
FRANFINANCE, S.E. ....	—	—	—	—	—
FORTIS BANK, S.E. ....	4,75	15,56	15,00	—	(3,00)
GENERAL ELECTRIC CAPITAL BANK .....	9,75	—	—	22,50	—
HALIFAX HISPANIA .....	—	10,62	—	—	—
HSBC BANK PLC, S.E. ....	5,41	10,57	10,30	(3,03)	(3,00)
HSBC INVESTMENT BANK PLC, S.E. ....	1,50	10,25	10,00	(3,03)	(3,00)
INDUSTRIAL BANK OF JAPAN, S.E. ....	6,00	—	—	—	(2,00)
ING BANK N.V., S.E. ....	—	—	—	—	—
INVERSION .....	4,69	28,07	25,00	27,44	25,00
LLOYDS TSB BANK PLC, S.E. ....	5,25	10,60	10,20	(4,06)	(4,00)
LUSO ESPAÑOL .....	5,75	28,65	26,00	28,65	26,00
MADRID .....	—	—	—	—	—
MAROCAINE DU COM. EXT. INTERNAT .....	4,78	32,20	29,00	32,20	29,00
MONTE DEI PASCHI DI SIENA, S.E. ....	4,50	9,50	—	—	(2,00)
MORGAN GUARANTY TRUST CO, S.E. ....	5,25	9,35	9,00	9,55	9,35
NACIÓN ARGENTINA, S.E. ....	10,00	24,36	22,00	—	(4,00)
NATIONALE DE PARIS, S.E. ....	5,00	10,62	10,35	—	(6,00)
NAZIONALE DEL LAVORO, SPA, S.E. ....	6,13	26,25	—	20,40	—
NEWCOURT FINANCE S.N.C., S.E. ....	—	—	—	—	—
PARIBAS, S.E. ....	4,50	10,62	10,14	(2,02)	(2,00)
PORTUGUES DE INVESTIMENTO, S.E. ....	—	—	—	—	—
PRIVAT BANK .....	3,50	9,38	9,00	9,38	9,00
PSA FINANCE, S.E. ....	6,90	—	—	—	—
RABOBANK NEDERLAND, S.E. ....	5,50	33,18	29,00	32,31	29,00
ROMA, S.P.A., S.E. ....	5,75	10,25	10,00	—	(4,00)
ROYAL BANK CANADA EUROPE, S.E. ....	5,50	10,50	—	—	(2,00)
SIMEÓN .....	5,75	32,31	29,00	32,31	29,00
SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, S.E. ....	5,75	10,62	10,22	(3,03)	(3,00)
SYGMA HISPANIA, S.E. ....	—	—	—	—	—
TOKYO-MITSUBISHI LTD, S.E. ....	5,25	24,32	—	(2,02)	—
UBS ESPAÑA .....	4,50	10,63	10,14	10,63	10,14
UCABAIL, S.E. ....	5,03	—	—	—	—
URQUIJO .....	4,75	29,97	26,50	29,97	26,50
WESTDEUTSCHE LANDESBANK GZ, S.E. ....	3,75	10,63	11,06	10,63	11,06
<i>Media simple .....</i>	<i>5,34</i>	<i>16,74</i>	<i>16,62</i>	<i>19,97</i>	<i>18,89</i>
<b>TOTAL</b>					
<i>Media simple .....</i>	<i>5,67</i>	<i>21,45</i>	<i>21,11</i>	<i>23,74</i>	<i>22,64</i>

(Continuación) 4  
Situación al día 30 de noviembre de 2000

CAJAS	Tipo preferencial	Descubiertos en c/c (a)		Excedidos cta/cto (b)	
		Efectivo	Nominal	Efectivo	Nominal
ASTURIAS .....	6,25	24,98	22,00	23,88	22,00
ÁVILA .....	5,50	27,44	—	27,44	—
BADAJOS .....	4,00	18,70	—	19,25	18,00
BALEARES .....	4,90	20,39	—	26,24	—
BILBAO BIZKAIA KUTXA .....	5,25	20,40	19,00	20,40	19,00
BURGOS CÍRCULO CATÓLICO OBREROS .....	5,11	10,56	—	15,87	—
BURGOS MUNICIPAL .....	4,50	10,60	10,33	15,87	15,00
CANARIAS GENERAL .....	6,40	17,00	—	—	(8,00)
CANARIAS INSULAR .....	7,00	27,44	25,00	19,82	18,50
CARLET .....	4,59	13,65	—	19,25	—
CASTILLA-LA MANCHA .....	5,75	23,30	—	23,30	—
CATALUNYA .....	5,50	22,50	20,82	22,50	20,82
CECA .....	6,50	10,25	10,00	—	(2,00)
COLONYA-POLLENSA .....	5,92	24,32	23,00	25,06	23,00
CÓRDOBA .....	5,50	25,59	23,00	25,06	23,00
ESPAÑA DE INVERSIONES .....	5,10	23,21	—	(6,14)	—
EXTREMADURA .....	4,07	10,60	10,20	10,60	10,20
GALICIA .....	4,50	29,97	26,50	29,97	26,50
GIRONA .....	4,00	18,75	—	18,75	—
GIPUZKOA Y SAN SEBASTIÁN .....	6,50	18,68	17,25	18,68	17,25
GRANADA GENERAL .....	5,75	21,00	20,00	21,55	20,00
GUADALAJARA .....	5,75	24,44	—	18,11	—
HUELVA Y SEVILLA .....	5,00	22,48	20,45	18,75	17,31
INMACULADA DE ARAGÓN .....	5,50	26,82	—	26,25	—
JAÉN .....	5,00	26,56	—	27,44	—
LAJETANA .....	4,85	23,88	22,00	23,88	22,00
MADRID .....	5,00	22,50	20,82	(12,55)	(12,00)
MANLLEU .....	4,50	19,75	—	19,75	—
MANRESA .....	6,25	10,62	10,14	—	(5,00)
MEDITERRÁNEO .....	5,00	27,44	25,00	27,44	25,00
MURCIA .....	5,00	18,75	17,56	—	(6,00)
NAVARRA .....	5,75	18,27	17,50	18,68	17,50
ONTINYENT .....	6,92	19,50	17,95	19,50	18,22
PENEDÉS .....	3,88	22,13	—	—	(10,00)
PENSIONES DE BARCELONA .....	5,75	33,18	29,00	22,13	20,50
RIOJA .....	5,75	19,25	18,00	19,25	18,00
SABADELL .....	6,25	21,26	19,75	21,26	19,75
SALAMANCA Y SORIA .....	5,25	13,75	—	13,75	—
SAN FERNANDO, SEVILLA Y JEREZ .....	7,25	22,50	—	—	(5,00)
SANTANDER Y CANTABRIA .....	5,75	28,07	25,00	(6,17)	(6,00)
SEGOVIA .....	6,00	18,75	—	18,75	—
TARRAGONA .....	5,75	20,44	18,75	20,11	18,75
TERRASSA .....	5,64	14,93	—	14,93	—
UNICAJA .....	5,00	27,44	25,00	27,44	25,00
VALENCIA, CASTELLÓN Y ALICANTE .....	4,56	28,07	25,00	28,07	25,00
VIGO, OURENSE E PONTEVEDRA .....	4,50	22,50	21,35	22,50	20,81
VITORIA Y ÁLAVA .....	5,75	18,74	17,94	18,74	17,55
ZARAGOZA, ARAGÓN Y RIOJA-IBERCAJA .....	5,87	10,62	—	24,00	—
<b>TOTAL</b>					
<i>Media simple</i> .....	5,42	20,87	19,94	21,39	19,95

(a) Tipos aplicables con carácter general; no comprenden los aplicables a los descubiertos de consumidores cuando las entidades los han diferenciado en virtud de la Ley 7/1995, de 23 de marzo.

(b) Las cifras entre paréntesis son recargos sobre el tipo contractual de la operación original.

---

## **CIRCULARES Y CIRCULARES MONETARIAS PUBLICADAS POR EL BANCO DE ESPAÑA**

### **CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA**

<b>CIRCULARES</b>	<b>CONTENIDO</b>	<b>PUBLICACIÓN EN EL «BOE»</b>
6/2000, de 31 de octubre	Modificación de la Circular 23/1992, de 18 de diciembre, sobre préstamos, créditos y compensaciones exteriores.	17 de noviembre de 2000
7/2000, de 31 de octubre	Modificación de la Circular 24/1992, de 18 de diciembre, sobre cuentas en el extranjero.	17 de noviembre de 2000

---

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 21 de noviembre y el 18 de diciembre de 2000

Código	Nombre	Fecha	Concepto
<b>BANCOS</b>			
0058	B.N.P.—ESPAÑA, S.A.	04.12.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BNP PARIBAS ESPAÑA, S.A.
0230	ACTIVOBANK, S.A.	04.12.2000	ALTA PROVISIONAL CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE PRÍNCIPE DE VERGARA, 125.—28002 MADRID.
0230	ACTIVOBANK, S.A.	11.12.2000	INSCRIPCIÓN DEFINITIVA.
<b>COOPERATIVAS DE CRÉDITO</b>			
3058	CAJA RURAL DE ALMERÍA, SOCIEDAD COOPERATIVA DE CRÉDITO	24.11.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CAJA RURAL DE ALMERÍA Y MÁLAGA, SOCIEDAD COOPERATIVA DE CRÉDITO.
3072	CAJA RURAL DE MÁLAGA, SOCIEDAD COOPERATIVA DE CRÉDITO	24.11.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR CAJA R. DE ALMERÍA, S.C.C. (3058).
<b>ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS</b>			
1737	ENVÍA TELECOMUNICACIONES, S.A.	29.11.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE VIRIATO, 40.—28010 MADRID.
1738	GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS, S.A.	29.11.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN PLAZA DE ESPAÑA, 18 (E. T. MADRID, PL. 10).—28008 MADRID.
1739	DOLLAR EXPRESS, S.A.	05.12.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN PLAZA MAYOR, 10.—37001 SALAMANCA.
1740	TELEGIROS, S.A.	13.12.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN PLAZA LLANA, 16.—08003 BARCELONA.
1741	INTERENVÍOS MONEY TRANSFERS, S.A	15.12.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE RAIMUNDO FERNÁNDEZ VILLAVERDE, 3 (PL. 1).—28003 MADRID.

---

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en el Registro Oficial  
Variaciones producidas entre el 21 de noviembre y el 18 de diciembre de 2000

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Concepto</i>
<b>SOCIEDADES DE TASACIÓN</b>		
4435	TASACIONES BANCARIAS, S.A.	RENUNCIA.
4449	TASACIONES ROMA, S.A.	RENUNCIA.
4430	ENTITAT DE TAXACIONS, VALORACIONS I PERITATGES, S.A.	FUSIÓN.

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 21 de junio y el 18 de diciembre de 2000

Código	Nombre	Fecha	Concepto
<b>BANCOS</b>			
0015	BANCA CATALANA, S.A.	28.06.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A. (0182).
0127	BANCO DE ALICANTE, S.A.	28.06.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A. (0182).
0208	CRÉDIT LYONNAIS ESPAÑA, S.A.	07.07.2000	BAJA POR CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS A CAJA DE AHORROS DE SALAMANCA Y SORIA (2104).
0073	OPEN BANK, S.A.	11.07.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR PATAGÓN INTERNET BANK, S.A.
0229	BANCOPOPULAR-E, S.A.	12.07.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE VELÁZQUEZ, 34.—28001 MADRID.
0229	BANCOPOPULAR-E, S.A.	26.07.2000	INSCRIPCIÓN DEFINITIVA.
0050	BANCO DEL COMERCIO, S.A.	18.09.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A. (0182).
0202	BANCO DE NEGOCIOS ARGENTARIA, S.A.	18.09.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A. (0182).
0227	UNOE BANK, S.A.	20.09.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE CAPITÁN HAYA, 1.—28020 MADRID.
0088	BANK OF AMERICA, S.A.	26.10.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A PASEO DE LA CASTELLANA, 35.—28046 MADRID.
0058	B.N.P.—ESPAÑA, S.A.	04.12.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BNP PARIBAS ESPAÑA, S.A.
0230	ACTIVOBANK, S.A.	04.12.2000	ALTA PROVISIONAL CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE PRÍNCIPE DE VERGARA, 125.—28002 MADRID.
0230	ACTIVOBANK, S.A.	11.12.2000	INSCRIPCIÓN DEFINITIVA.
<b>CAJAS DE AHORROS</b>			
2057	CAJA DE AHORROS PROVINCIAL DE PONTEVEDRA	28.08.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR CAIXA DE AFORROS DE VIGO E OURENSE (2080).
2080	CAIXA DE AFORROS DE VIGO E OURENSE	28.08.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CAIXA DE AFORROS DE VIGO, OURENSE E PONTEVEDRA.
2054	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE NAVARRA	02.10.2000	BAJA SERVICIO DE TASACIÓN
<b>COOPERATIVAS DE CRÉDITO</b>			
3054	CAJA GRUMECO, S. COOP. DE CRÉDITO	25.10.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR CAJA R. DE MÁLAGA, S.C.C. (3072).
3159	CAJA POPULAR-CAIXA RURAL, COOP. DE CRÉDITO V.	02.11.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CAIXA POPULAR-CAIXA RURAL, S. COOP. DE CRÉDITO V.
3159	CAIXA POPULAR-CAIXA RURAL, S. COOP. DE CRÉDITO V.	02.11.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A AVENIDA JUAN DE LA CIERVA, 9.—46980 PATERNA (VALENCIA).



## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 21 de junio y el 18 de diciembre de 2000 (continuación)

Código	Nombre	Fecha	Concepto
<b>COOPERATIVAS DE CRÉDITO</b> (continuación)			
3058	CAJA RURAL DE ALMERÍA, SOCIEDAD COOPERATIVA DE CRÉDITO	24.11.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CAJA RURAL DE ALMERÍA Y MÁLAGA, SOCIEDAD COOPERATIVA DE CRÉDITO.
3072	CAJA RURAL DE MÁLAGA, SOCIEDAD COOPERATIVA DE CRÉDITO	24.11.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR CAJA R. DE ALMERÍA, S.C.C. (3058).
<b>ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO</b>			
8804	COFIBER FINANCIERA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, SOCIEDAD ANÓNIMA	27.06.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE ANTONIO MAURA, 4.—28014 MADRID.
8808	ABACÁ CRÉDITO Y FINANCIACIÓN, E.F.C., S.A.	12.07.2000	BAJA POR TRANSFORMACIÓN EN BANCOPOPULAR-E, S.A. (0229).
8321	EVERGO FINANCIACIÓN, E.F.C., S.A.	25.07.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE EDUARDO BARREIROS, 104.—28041 MADRID.
8722	PROMOTORA DE FINANCIACIÓN CATALANA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	31.07.2000	BAJA POR CAMBIO DE OBJETO SOCIAL.
8901	ARGENTARIA FACTORING, E.F.C., S.A.	14.09.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR BBV FACTORING S.A., E.F.C. (8908).
8902	CATALANA DE FACTORING, SOCIEDAD ANÓNIMA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	14.09.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR BBV FACTORING S.A., E.F.C. (8908).
8908	BBV FACTORING SOCIEDAD ANÓNIMA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	14.09.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR BBVA FACTORING, E.F.C., S.A.
8640	FIAT FINANCIERA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	21.09.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CARRETERA M-300, KM. 28,500.—28802 ALCALÁ DE HENARES (MADRID).
8583	FINANZIA SERVICIOS FINANCIEROS, E.F.C., S.A.	17.10.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR FINANZIA, BANCO DE CRÉDITO, S.A. (0009).
8809	ARGENTARIA SERVICIOS FINANCIEROS E.F.C., S.A.	17.10.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN POR FINANZIA, BANCO DE CRÉDITO, S.A. (0009).
8735	NACIONAL FINANCIERA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	16.11.2000	BAJA POR CAMBIO DE OBJETO SOCIAL.
<b>SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS</b>			
0213	CASSA DI RISPARMIO DELLE PROVINCIE LOMBARDE (CARIPLO), S.P.A., SUCURSAL EN ESPAÑA	28.07.2000	BAJA POR CIERRE POR LIQUIDACIÓN.
0150	NATIONAL WESTMINSTER BANK PLC., SUCURSAL EN ESPAÑA	04.08.2000	BAJA POR CIERRE POR LIQUIDACIÓN.
1473	BANQUE PRIVÉE EDMOND DE ROTHSCHILD LUXEMBOURG, SUCURSAL EN ESPAÑA	02.10.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE ORFILA, 8.—28010 MADRID. PAÍS DE ORIGEN: LUXEMBURGO.
0197	BANCO ESPIRITO SANTO S.A. SUCURSAL EN ESPAÑA	16.10.2000	BAJA POR CIERRE.
1464	NEWCOURT FINANCE (FRANCE) S.N.C., SUCURSAL EN ESPAÑA	03.11.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE CARDENAL MARCELO SPÍNOLA, 4 (PL. 3, EDIF. D-2).—28016 MADRID.

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 21 de junio y el 18 de diciembre de 2000 (continuación)

<i>Nombre</i>	<i>Fecha recepción comunicación</i>	<i>Concepto</i>
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO (ART. 21, DIRECTIVA 2000/12/CE)</b>		
SANPAOLO IMI	26.06.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ITALIA.
BANCA INTESA SPA	28.06.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ITALIA.
CARIPLO SPA	28.06.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ITALIA.
VONTOBEL BANK AKTIENGESELLSCHAFT	29.06.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: AUSTRIA.
NATEXIS BANQUE	06.07.2000	BAJA.
NATEXIS BANQUES POPULAIRES	06.07.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
UNICREDITO ITALIANO	12.07.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ITALIA.
MERRILL LYNCH INTERNATIONAL BANK LTD	18.07.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO.
WESTDEUTSCHE IMMOBILIENBANK	04.08.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ALEMANIA.
BANQUE AIG	14.08.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
ERSTE BANK DER OESTERREICHISCHEN SPARKASSEN AG	23.08.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: AUSTRIA.
DLJ BANK	24.08.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO.
M. M. WARBURG & CO LUXEMBOURG S.A.	04.09.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: LUXEMBURGO.
CRÉDIT COMMERCIAL DE FRANCE	16.10.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
ESTER FINANCE TITRISATION	16.10.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
ABN AMRO BOUWFONDS NEDERLANDSE GEMEENTEN N.V.	16.10.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: PAÍSES BAJOS.
BOUWFONDS HYPOTHEKEN B.V.	16.10.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: PAÍSES BAJOS.
BOUWFONDS FINANCIERING VASTGOED B.V.	16.10.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: PAÍSES BAJOS.
THE ROYAL BANK OF SCOTLAND (GIBRALTAR) LIMITED	21.09.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: REINO UNIDO.
DLJ BANK	17.10.2000	BAJA.
SACHSEN LB EUROPE PLC	23.10.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: IRLANDA.
CDC FINANCE	06.11.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: FRANCIA.
GUDME RAASCHOU	15.11.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: DINAMARCA.
LEHMAN BROTHERS BANKHAUS AKTIENGESELLSCHAFT	15.11.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ALEMANIA.

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 21 de junio y el 18 de diciembre de 2000 (continuación)

	<i>Nombre</i>	<i>Fecha recepción comunicación</i>	<i>Concepto</i>
<b>ENTIDADES DE CRÉDITO COMUNITARIAS OPERANTES EN ESPAÑA SIN ESTABLECIMIENTO</b> (ART. 21, DIRECTIVA 2000/12/CE) (continuación)			
	EUROHYPO AKTIENGESellschaft EUROPÄISCHE HYPOTHEKENBANK DER DEUTSCHEN BANK	16.11.2000	ALTA. PAÍS DE ORIGEN: ALEMANIA.
	FRANKFURTER HYPOTHEKENBANK A.G.	16.11.2000	BAJA.
	DEUTSCHE CENTRALBODENKREDIT A.G.	16.11.2000	BAJA.
<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
<b>OFICINAS DE REPRESENTACIÓN EN ESPAÑA DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS</b>			
1235	NATEXIS BANQUE	26.07.2000	BAJA POR FUSIÓN POR ABSORCIÓN DE LA ENTIDAD REPRESENTADA POR NATEXIS BANQUES POPULAIRES.
1255	DEPFA BANK A.G.	03.08.2000	ALTA CON DOMICILIO EN CALLE BÁRBARA DE BRAGANZA, 2.—28004 MADRID. PAÍS ORIGEN: ALEMANIA
1224	RHEINHYP RHEINISCHE HYPOTHEKENBANK A.G.	01.09.2000	CAMBIO DE DOMICILIO A PASEO DE LA CASTELLANA, 110 (PL. 1).—28046 MADRID.
1233	BANQUE COMMERCIALE DU MAROC	06.09.2000	CAMBIO DE DOMICILIO A CALLE JUAN RAMÓN JIMÉNEZ, 8 (OF. 220 - EUROBUILDING).—28036 MADRID.
1103	BANK OF AMERICA, NT&SA	03.10.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN POR BANK OF AMERICA NA.
1103	BANK OF AMERICA NA	03.10.2000	CAMBIO DE DOMICILIO A PASEO DE LA CASTELLANA, 35.—28046 MADRID.
<b>ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS</b>			
1732	QUISQUEYANA IBERIA, S.A.	03.07.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE OLIVO, 25.—28023 MADRID.
1733	EL IMPERIO DEL ENVÍO IMPERENVÍOS, S.A.	03.07.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE CANARIAS, 34 (LOCAL).—28045 MADRID.
1734	MONEY EXCHANGE, S.A.	21.09.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE ALFONSO XII, 58.—28014 MADRID.
1714	CHANGE AND TRASFER, S.A.	03.10.2000	CAMBIO DE DENOMINACIÓN SOCIAL POR CHANGE AND TRANSFER, S.A.
1735	CAMBIOS Y TRANSFERENCIAS ALFA Y OMEGA, S.A.	06.11.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE ISTÚRIZ, 11.—28020 MADRID.
1736	MASTER ENVÍOS UNIDOS, S.A.	06.11.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE CARNICER, 10 (LOCAL).—28039 MADRID.
1737	ENVÍA TELECOMUNICACIONES, S.A.	29.11.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE VIRIATO, 40.—28010 MADRID.
1738	GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS, S.A.	29.11.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN PLAZA DE ESPAÑA, 18 (E. T. MADRID, PL. 10).—28008 MADRID.

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Variaciones producidas entre el 21 de junio y el 18 de diciembre de 2000 (continuación)

<i>Código</i>	<i>Nombre</i>	<i>Fecha</i>	<i>Concepto</i>
<b>ESTABLECIMIENTOS DE COMPRA-VENTA DE MONEDA EXTRANJERA Y/O GESTIÓN DE TRANSFERENCIAS</b> (continuación)			
1739	DOLLAR EXPRESS, S.A.	05.12.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN PLAZA MAYOR, 10.—37001 SALAMANCA.
1740	TELEGIROS, S.A.	13.12.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN PLAZA LLANA, 16.—08003 BARCELONA.
1741	INTERENVÍOS MONEY TRANSFERS, S.A	15.12.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE RAIMUNDO FERNÁNDEZ VILLAVERDE, 3 (PL. 1).—28003 MADRID.
<b>SOCIEDADES DE TASACIÓN</b>			
4432	VALTASAR SOCIEDAD DE TASACIONES, S.A.	19.07.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE MARQUÉS DE URQUIJO, 7 (PL. 1).—28008 MADRID.
4310	CATALANA INTERNACIONAL DE VALORACIONES, S.A.	01.09.2000	BAJA POR RENUNCIA.
4473	REALTY VALORACIONES Y TASACIONES, S.A.	07.09.2000	BAJA POR RENUNCIA.
4448	GRUPO TASVALOR, S.A.	08.09.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE MANUEL TOVAR, 16.—28034 MADRID.
4377	TASACIONES DEL SURESTE, S.A.	11.09.2000	BAJA POR ACUERDO DE LA COMISIÓN EJECUTIVA DE FECHA 28.06.2000.
4488	COMPAÑÍA DE MEDIOS Y SERVICIOS DE TASACIÓN, S.A.	18.09.2000	ALTA CON DOMICILIO SOCIAL EN CALLE MANUFACTURA, 11 (PARQ. INDUSTR. PISA).—41927 MAIRENA DEL ALJARAFA (SEVILLA).
4451	VRUE VALORACIÓN GLOBAL, S.A.	28.09.2000	BAJA POR RENUNCIA.
4313	TASACIONES INMOBILIARIAS, S.A. (TINSA)	02.10.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE JOSÉ ECHEGARAY, 9.—28230 LAS ROZAS (MADRID).
4380	EXPERTISE, S.A.	19.10.2000	CAMBIO DE DOMICILIO SOCIAL A CALLE JAVIER LASSO DE LA VEGA, 8 (PL. 2).—41002 SEVILLA.
4399	ASSETS VALUATION ADVISERS, S.A.	16.11.2000	BAJA POR RENUNCIA.

## REGISTROS OFICIALES DE ENTIDADES

Entidades pendientes de baja en el Registro Oficial  
Situación a 18 de diciembre de 2000

Código	Nombre	Concepto
<b>BANCOS</b>		
0123	BANCO DE HUELVA, S.A., EN LIQUIDACIÓN	DISOLUCIÓN.
0227	UNOE BANK, S.A.	FUSIÓN
<b>COOPERATIVAS DE CRÉDITO</b>		
3108	CAJA R. S. ANTONIO DE BENICASIM, S.C.C.V.	CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS.
3131	CAJA R. S. JOSÉ DE ARTANA, C.C.V.	CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS.
3154	CAJA RURAL DE LA CARLOTA, SDAD. COOP. ANDALUZA CTO. LIMITADA	DISOLUCIÓN.
3163	CAJA RURAL NUESTRA SEÑORA DEL BUENSUCESO DE CABANES, COOPERATIVA CRÉDITO VALENCIANA	CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS.
3184	CAJA DE CRÉDITO DE ALCOY, COOPERATIVA CRÉDITO VALENCIANA	DISOLUCIÓN.
<b>ESTABLECIMIENTOS FINANCIEROS DE CRÉDITO</b>		
8370	FINANCIERAS AGRUPADAS, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO, S.A.	ESCISIÓN.
4794	NISSAN LEASING, SOCIEDAD ANÓNIMA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	FUSIÓN
8768	NISSAN FINANCIACIÓN, SOCIEDAD ANÓNIMA, ESTABLECIMIENTO FINANCIERO DE CRÉDITO	FUSIÓN
<b>SUCURSALES DE ENTIDADES DE CRÉDITO EXTRANJERAS COMUNITARIAS</b>		
0144	PARIBAS, SUCURSAL EN ESPAÑA	CESIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS.
<b>SOCIEDADES DE GARANTÍA RECÍPROCA</b>		
9803	SOCIEDAD NACIONAL DE AVALES AL COMERCIO (SONAVALCO, S.G.R.), EN LIQUIDACIÓN	DISOLUCIÓN.
9811	CENTRO DE AVALES PARA LA INDUSTRIA Y LA EDICIÓN, S.G.R., EN LIQUIDACIÓN	DISOLUCIÓN.
<b>SOCIEDADES DE TASACIÓN</b>		
4430	ENTITAT DE TAXACIONS, VALORACIONS I PERITATGES, S.A.	FUSIÓN
4435	TASACIONES BANCARIAS, S.A.	RENUNCIA.
4449	TASACIONES ROMA, S.A.	RENUNCIA.

---

## PUBLICACIONES RECIENTES DEL BANCO DE ESPAÑA

El interés del Banco de España por conocer la estructura y el funcionamiento, actuales y pasados, de la economía española se traduce en una serie de investigaciones realizadas, en gran parte, por economistas de su Servicio de Estudios, por profesionales contratados para llevar a cabo estudios concretos o por licenciados becados por el Banco para elaborar tesis doctorales. Los resultados de estos estudios, cuando se considera que pueden ser de amplia utilidad, se publican como documentos de trabajo, estudios económicos, estudios históricos o libros, y se distribuyen como se indica en la última sección de este mismo Boletín.

En cualquier caso, los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

**Santiago Fernández de Lis, Jorge Martínez Pagés and  
Jesús Saurina Salas**

### **CREDIT GROWTH, PROBLEM LOANS AND CREDIT RISK PROVISIONING IN SPAIN**

DOCUMENTO DE TRABAJO Nº 0018

El trabajo analiza el comportamiento cíclico del crédito bancario, la morosidad y la dotación de provisiones para insolvencias en España. Al igual que ocurre en otros países, estas tres variables son fuertemente cíclicas en España, lo que plantea ciertos problemas desde el punto de vista del supervisor/regulador de los bancos. En un contexto de fuerte competencia, los bancos pueden verse tentados a relajar las condiciones de concesión de créditos durante la fase alcista del ciclo, cuando los niveles de morosidad son bajos, contribuyendo así a un crecimiento excesivo del crédito. La baja calidad de estos créditos solo se manifes-

tará *a posteriori* con la aparición de impagos, lo que tenderá a ocurrir durante la fase recesiva, con un desfase promedio de unos tres años en el caso español. Por otra parte, la dotación de provisiones para insolvencias en España ha sido también claramente procíclica, debido a su estrecha relación con el nivel de morosidad corriente. Durante la fase alcista del ciclo, el bajo nivel de provisiones no refleja adecuadamente el nivel de riesgo de crédito latente y, por consiguiente, los beneficios contables sobrevaloran los verdaderos beneficios de las entidades. En la fase bajista ocurre lo contrario. En el trabajo se explica con detalle la justificación y los efectos esperados de la nueva provisión del riesgo de crédito —denominada provisión estadística— aprobada recientemente por el Banco de España con el fin de propiciar un reconocimiento adecuado de las pérdidas esperadas.



ARTÍCULOS Y PUBLICACIONES  
DEL BANCO DE ESPAÑA

## ARTÍCULOS PUBLICADOS ÚLTIMAMENTE EN EL BOLETÍN ECONÓMICO

1999	Mes	Pág.	1999	Mes	Pág.
Informe trimestral de la economía española	Ene	7	El auge de los fondos de inversión: causas, implicaciones y perspectivas	Jul-Ago	69
Determinantes de la duración del desempleo: el paro de larga duración y la salida a un empleo fijo	Ene	53	Diferenciales interregionales de inflación y sus implicaciones para la Unión Monetaria	Jul-Ago	79
Regulación financiera: cuarto trimestre de 1998	Ene	61	La nueva información solicitada por el Banco de España sobre la actividad bancaria clasificada por países	Jul-Ago	83
Publicación del libro <i>Monetary Policy and Inflation in Spain</i>	Ene	101	Las entidades de tasación: información estadística 1998	Jul-Ago	97
Evolución reciente de la economía española	Feb	7	Regulación financiera: segundo trimestre de 1999	Jul-Ago	105
La evolución del empleo y del paro durante 1998	Feb	21	Evolución reciente de la economía española	Sep	9
La economía latinoamericana en perspectiva	Feb	27	Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 1999	Sep	23
Evolución reciente de la economía española	Mar	7	La evolución del empleo durante el segundo trimestre de 1999	Sep	35
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1998 y avance de cierre del ejercicio	Mar	21	Principales cambios incorporados en la Contabilidad Nacional de España, base 1995	Sep	41
El ciclo económico en España y su relación con el europeo	Mar	33	Los costes unitarios del trabajo y la toma de decisiones de política monetaria en el contexto de la UEM	Sep	55
Algunas consideraciones sobre el cálculo del saldo público ajustado del ciclo	Mar	39	La compensación bancaria en España mediante procedimientos electrónicos. Una breve visión histórica	Sep	65
Premio de Economía de Castilla y León Infanta Cristina 1998 al Servicio de Estudios del Banco de España	Mar	47	Informe trimestral de la economía española	Oct	9
Informe trimestral de la economía española	Abr	7	La política monetaria y la economía real	Oct	55
Relación entre contratos laborales y financieros: un estudio teórico y empírico para el caso español	Abr	49	Optimalidad de las subastas de bonos: el caso español	Oct	69
El uso del cemento en la construcción por tipología de la obra	Abr	57	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1998	Oct	81
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1998	Abr	63	Regulación financiera: tercer trimestre de 1999	Oct	91
Regulación financiera: primer trimestre de 1999	Abr	113	Evolución reciente de la economía española	Nov	9
Evolución reciente de la economía española	May	7	Resultado de las empresas no financieras en 1998 y hasta el tercer trimestre de 1999	Nov	23
Medidas de inflación subyacente	May	21	La evolución del empleo durante el tercer trimestre de 1999	Nov	39
El canal del crédito bancario: un análisis empírico con datos empresariales	May	29	El sistema financiero español ante el «efecto 2000»	Nov	45
Un nuevo método para el control de calidad de los datos en series temporales	May	37	Estados Unidos. Desequilibrios de ahorro e inversión y cuentas financieras	Nov	53
Convocatoria extraordinaria de una beca para realizar un estudio sobre la contribución del Servicio de Estudios del Banco de España al conocimiento de la economía española	May	45	La economía española ante los retos de la globalización y de la integración en el euro	Nov	61
Evolución reciente de la economía española	Jun	9	Evolución reciente de la economía española	Dic	9
Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 1999	Jun	23	Diferencias entre los precios energéticos de España y de la UEM	Dic	23
La evolución del empleo durante el primer trimestre de 1999	Jun	35	Los mercados e intermediarios financieros españoles	Dic	33
Análisis de las magnitudes monetarias dentro de la UEM	Jun	41			
Los establecimientos financieros de crédito. Actividad y resultados en 1998	Jun	49			
Información sobre número de operaciones, personal y oficinas de las entidades de crédito a diciembre de 1998	Jun	71			
Informe trimestral de la economía española.	Jul-Ago	9			
Las modalidades de contratación en España: algunas consideraciones sobre el impacto de la última reforma	Jul-Ago	55			
			2000	Mes	Pág.
			Informe trimestral de la economía española	Ene	9
			¿Ha aumentado el grado de integración financiera durante los noventa?	Ene	55
			Regulación financiera: cuarto trimestre de 1999	Ene	63

2000	Mes	Pág.	2000	Mes	Pág.
La reforma del sistema de provisiones de insolvencia	Ene	79	Las operaciones principales de financiación del Eurosistema: las razones del cambio a un sistema de subastas a tipo variable	Jun	55
Evolución reciente de la economía española	Feb	9	La rama de servicios en España: un análisis comparado	Jun	65
La evolución del empleo y del paro durante 1999	Feb	25	Informe trimestral de la economía española	Jul-Ago	9
Evolución de los flujos de rentas por intereses en España entre 1995 y 1999	Feb	33	Las finanzas públicas europeas en el marco del Pacto de Estabilidad y Crecimiento: algunas cuestiones a debate	Jul-Ago	55
La nueva fiscalidad de los instrumentos financieros: efectos iniciales sobre el ahorro y los mercados financieros	Feb	43	Las sociedades de garantía recíproca: actividad y resultados en 1999	Jul-Ago	63
Una evaluación de la situación monetaria y financiera en España a partir de un índice de condiciones monetarias	Feb	57	Las entidades de tasación: información estadística 1999	Jul-Ago	73
Crecimiento, inflación y desarrollo del sistema financiero en la OCDE	Feb	69	Regulación financiera: segundo trimestre de 2000	Jul-Ago	81
Evolución reciente de la economía española	Mar	9	Evolución reciente de la economía española	Sep	9
Resultados de las empresas no financieras en el cuarto trimestre de 1999 y avance de cierre del ejercicio	Mar	23	Resultados de las empresas no financieras en el segundo trimestre de 2000	Sep	25
Asimetrías de la economía española en el contexto de la UEM, según el modelo NIGEM	Mar	35	La evolución del empleo y del paro en el segundo trimestre de 2000	Sep	37
Formación de precios a nivel empresarial e inflación: evidencia a partir de información sectorial	Mar	41	Disciplina fiscal y regímenes cambiarios en las economías emergentes	Sep	45
El Banco Español de San Fernando: un predecesor del Banco de España (1829-1856)	Mar	47	Japón: Crisis y saneamiento del sector bancario	Sep	51
Reflexiones sobre la situación económica internacional. Conferencia pronunciada por el Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en el Club Siglo XXI	Abr	9	Los establecimientos financieros de crédito. Actividad y resultados en 1999	Sep	63
Informe trimestral de la economía española	Abr	21	Informe trimestral de la economía española	Oct	9
La interpretación de los diferenciales de inflación en la Unión Monetaria	Abr	67	Una estimación de primas de liquidez en el mercado español de deuda pública	Oct	63
La cuenta de resultados de las entidades de depósito en 1999	Abr	77	La demanda de dinero de las empresas: estimaciones con datos de panel	Oct	71
Regulación financiera: primer trimestre de 2000	Abr	135	Regulación financiera: tercer trimestre de 2000	Oct	79
Evolución reciente de la economía española	May	9	Comparecencia del Gobernador del Banco de España, Jaime Caruana, ante la Comisión de Presupuestos del Senado	Nov	9
La evolución del empleo y del paro en el primer trimestre de 2000	May	23	Evolución reciente de la economía española	Nov	13
Los nuevos mercados bursátiles: un instrumento para financiar la nueva economía	May	31	Resultados de las empresas no financieras en 1999 y hasta el tercer trimestre de 2000	Nov	27
Presentación de las cuentas financieras de la economía española. SEC/95. Serie 1995-1999	May	43	La evolución del empleo y del paro en el tercer trimestre del año 2000	Nov	43
Conferencia de Clausura del Gobernador del Banco de España, Luis Ángel Rojo, en las XXVII Jornadas de Mercados Financieros	Jun	9	Crédito bancario, morosidad y dotación de provisiones para insolvencias en España	Nov	51
Evolución reciente de la economía española	Jun	17	Evolución reciente de la economía española	Dic	9
Resultados de las empresas no financieras en el primer trimestre de 2000	Jun	31	El funcionamiento de las subastas a tipo variable en las operaciones principales de financiación del Eurosistema	Dic	23
Precios del petróleo e inflación en el área del euro	Jun	45	La estructura por tamaño de empresas de las ramas de servicios	Dic	29
			La dinámica de la inflación en el área del euro	Dic	43

## PUBLICACIONES DEL BANCO DE ESPAÑA

### PUBLICACIONES PERIÓDICAS

INFORME ANUAL (ediciones en español e inglés)

CUENTAS FINANCIERAS DE LA ECONOMÍA ESPAÑOLA (edición bilingüe: español e inglés) (anual)

BALANZA DE PAGOS DE ESPAÑA (ediciones en español e inglés) (anual)

CENTRAL DE ANOTACIONES EN CUENTA (anual)

BOLETÍN ECONÓMICO (mensual)

ECONOMIC BULLETIN (trimestral)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (mensual)

BOLETÍN ESTADÍSTICO (en disquetes, mensual)

BOLETÍN DE ANOTACIONES EN CUENTA (diario)

CENTRAL DE BALANCES. RESULTADOS ANUALES DE LAS EMPRESAS NO FINANCIERAS (monografía anual)

CIRCULARES A ENTIDADES DE CRÉDITO

CIRCULARES DEL BANCO DE ESPAÑA. RECOPIACIÓN (cuatrimestral)

REGISTROS DE ENTIDADES (anual)

38. ELENA MARÍA GARCÍA GUERRA: Las acuñaciones de moneda de vellón durante el reinado de Felipe III (1999).

39. MIGUEL ÁNGEL BRINGAS GUTIÉRREZ: La productividad de los factores en la agricultura española (1752-1935) (2000).

### DOCUMENTOS DE TRABAJO

0013 JORDI GALÍ, J. DAVID LÓPEZ-SALIDO AND JAVIER VALLÉS: Technology Shocks and Monetary Policy: Assessing the Fed's Performance.

0014 AGUSTÍN MARAVALL AND FERNANDO J. SÁNCHEZ: An Application of TRAMO-SEATS: Model Selection and Out-of-sample Performance. The Swiss CPI series.

0015 OLYMPIA BOVER, SAMUEL BENTOLILA AND MANUEL ARELLANO: The Distribution of Earnings in Spain during the 1980s: The Effects of skill, Unemployment, and Union Power.

0016 JUAN AYUSO AND RAFAEL REPULLO: A Model of the Open Market Operations of the European Central Bank.

0017 FRANCISCO ALONSO, ROBERTO BLANCO, ANA DEL RÍO AND ALICIA SANCHÍS: Estimating liquidity premia in the Spanish government securities market.

0018 SANTIAGO FERNÁNDEZ DE LIS, JORGE MARTÍNEZ PAGÉS AND JESÚS SAURINA: Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain.

### ESTUDIOS ECONÓMICOS (SERIE AZUL)

66. ROBERTO BLANCO ESCOLAR: El mercado español de renta variable. Análisis de la liquidez e influencia del mercado de derivados (1999).

67. JUAN AYUSO, IGNACIO FUENTES, JUAN PEÑALOSA Y FERNANDO RESTOY: El mercado monetario español en la Unión Monetaria (1999).

68. ISABEL ARGIMÓN, ÁNGEL LUIS GÓMEZ, PABLO HERNÁNDEZ DE COS Y FRANCISCO MARTÍ: El sector de las Administraciones Públicas en España (1999).

69. JAVIER ANDRÉS, IGNACIO HERNANDO AND J. DAVID LÓPEZ-SALIDO: Assessing the benefits of price stability: The international experience (2000).

### ESTUDIOS DE HISTORIA ECONÓMICA (SERIE ROJA)

36. CARLOS ÁLVAREZ NOGAL: Los banqueros de Felipe IV y los metales preciosos americanos (1621-1665) (1997).

37. EVA PARDOS MARTÍNEZ: La incidencia de la protección arancelaria en los mercados españoles (1870-1913) (1998).

### EDICIONES VARIAS (1)

BANCO DE ESPAÑA: La Unión Monetaria Europea: cuestiones fundamentales (1997). 500 PTA (\*).

TERESA TORTELLA: Los primeros billetes españoles: las «Cédulas» del Banco de San Carlos (1782-1829) (1997). 4.680 PTA (\*).

JOSÉ LUIS MALO DE MOLINA, JOSÉ VIÑALS AND FERNANDO GUTIÉRREZ (Ed.): Monetary policy and inflation in Spain (1998) (\*\*\*\*).

SERVICIO JURÍDICO DEL BANCO DE ESPAÑA: Legislación de Entidades de Crédito. 4ª ed. (1999). 6.000 PTA (\*).

VICTORIA PATXOT: Medio siglo del Registro de Bancos y Banqueros (1947-1997) (1999). Libro y disquete: 884 PTA (\*).

PEDRO TEDDE DE LORCA: El Banco de San Fernando (1829-1856) (1999) (\*\*).

BANCO DE ESPAÑA (Ed.): Arquitectura y pintura del Consejo de la Reserva Federal (2000). 2.000 PTA (\*).

PABLO MARTÍN ACEÑA: El Servicio de Estudios del Banco de España (1930-2000) (2000). 1.500 PTA (\*).

TERESA TORTELLA: Una guía de fuentes sobre inversiones extranjeras en España (1780-1914) (2000). 1.560 PTA (\*).

Nota: La relación completa de cada serie figura en el Catálogo de Publicaciones.

(1) Las publicaciones marcadas con un asterisco (\*) son distribuidas por el Banco de España, Sección de Publicaciones. Los precios llevan incluido el 4 % de IVA. Las publicaciones marcadas con dos asteriscos (\*\*) son distribuidas por Alianza Editorial. Las publicaciones marcadas con tres asteriscos (\*\*\*) son distribuidas por Editorial Tecnos. Las publicaciones marcadas con cuatro asteriscos (\*\*\*\*) son distribuidas por Macmillan (Londres).

## DISTRIBUCIÓN, TARIFAS Y MODALIDADES DE SUSCRIPCIÓN

(1) (2000)

Todas las publicaciones pueden adquirirse en el Negociado de Distribución y Gestión (Sección de Publicaciones) del Banco de España, a excepción de aquellos libros en los que se indica otro distribuidor.

### Informe anual (ediciones en español e inglés):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

### Cuentas financieras de la economía española (edición bilingüe: español e inglés):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

### Balanza de pagos de España (edición bilingüe: español e inglés):

- España: 2.080 PTA.
- Extranjero: 3.000 PTA.

### Central de Anotaciones en Cuenta:

- España: 1.040 PTA.
- Extranjero: 2.000 PTA.

### Boletín económico y Boletín estadístico (2):

- España:  
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 20.800 PTA.  
Suscripción a ambos boletines: 28.600 PTA.  
Ejemplar suelto: 2.080 PTA.
- Extranjero:  
Suscripción al *Boletín económico* o *Boletín estadístico*: 31.000 PTA.  
Suscripción a ambos boletines: 48.000 PTA.  
Ejemplar suelto: 3.000 PTA.

### Economic bulletin (2):

- España:  
Suscripción anual: 7.488 PTA.  
Ejemplar suelto: 2.080 PTA.
- Extranjero:  
Suscripción anual: 14.250 PTA.  
Ejemplar suelto: 3.000 PTA.

### Boletín de anotaciones en cuenta (3):

- España:  
Suscripción anual por correo: 33.280 PTA.  
Suscripción anual por fax: 33.280 PTA.  
Números sueltos: 208 PTA.
- Extranjero (por avión): suscripción anual: 95.000 PTA.

### Manual de la Central de Anotaciones:

- Ejemplar suelto: 5.200 PTA.

### Registros de entidades (anual):

- España: 2.522 PTA.

### Circulares a entidades de crédito:

- España: suscripción anual: 14.560 PTA.
- Extranjero: suscripción anual: 28.000 PTA.

### Circulares del Banco de España. Recopilación:

- Recopilación: 7.280 PTA.
- Actualización anual: 3.120 PTA.

### Publicaciones de la Central de Balances:

#### Monografía anual:

- España: Libro o CD-ROM: 2.000 PTA.

#### Estudios de encargo:

- Precio según presupuesto adaptado a cada petición (4).
- Proyecto BACH (Bank for the Accounts of Companies Harmonised)*:  
— España: consultar a la Central de Balances.

### Estudios económicos (Serie azul)

### y Estudios de historia económica (Serie roja):

- España:  
Volumen normal: 884 PTA.  
Volumen extra: 1.560 PTA.
- Extranjero:  
Volumen normal: 1.800 PTA.  
Volumen extra: 3.400 PTA.

### Documentos de trabajo:

- España:  
Suscripción anual: 7.280 PTA.  
Ejemplar suelto: 312 PTA.
- Extranjero:  
Suscripción anual: 10.000 PTA.  
Ejemplar suelto: 430 PTA.

### Memoria del Servicio de Reclamaciones

- España: 1.040 PTA.
- Extranjero: 2.000 PTA.

### Ediciones varias (5).

- (1) Los precios para España llevan incluido el 4 % de IVA. Canarias, Ceuta, Melilla y extranjero están exentos del IVA, así como los residentes en el resto de la Unión Europea que comuniquen el NIF. En disquetes y CD-ROM se incluye el 16 % de IVA.
- (2) La suscripción al *Boletín económico* y/o *estadístico* incluye el envío gratuito del *Informe anual*, de las *Cuentas financieras de la economía española* y de la *Balanza de pagos de España*. La suscripción al *Economic bulletin* incluye el envío gratuito de las *Cuentas financieras de la economía española*, de la edición en inglés del *Informe anual*, y de los Documentos de Trabajo (inglés y español). La distribución al extranjero será por vía aérea.
- (3) Incluye el envío gratuito de la Memoria de la Central de Anotaciones en Cuenta.
- (4) Dirigirse al Servicio de Difusión de la Central de Balances (teléfonos 91 3386931, 91 338 6929 y 91 338 6930, fax 91 338 6880; envíos postales a calle de Alcalá, 50, 28014 Madrid). No se acomete ningún trabajo sin la previa aceptación del presupuesto. No se atienden peticiones de empresas que hayan negado su colaboración.
- (5) Los precios de los libros que distribuye el Banco de España figuran a continuación de cada título. Dichos precios llevan incluido el 4 % de IVA en las ventas al territorio peninsular y Baleares. Para otros destinos, consultar precios.

**Información:** Banco de España. Sección de Publicaciones. Negociado de Distribución y Gestión.  
Alcalá, 50. 28014 Madrid - Teléfono: 91 338 5180 - Fax: 91 338 5320 - e-mail: publicaciones@bde.es